



DIPARTIMENTO DI ECONOMIA E MANAGEMENT

Cattedra di DIRITTO PUBBLICO DELL'ECONOMIA

**LA DIGITALIZZAZIONE DEGLI INVESTIMENTI IN SEGUITO
ALL'ADOZIONE DEL REGOLAMENTO MICA**

RELATORE

Professore

Valerio Lemma

CANDIDATO

Anna Fontana

Matricola n. 272341

Anno Accademico 2023/2024

INDICE

INTRODUZIONE	3
1. SERVIZI E ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO	6
1.1. NOZIONE DI ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO E SOGGETTI ABILITATI ALL’ESERCIZIO DI SERVIZI E ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO	6
1.2. SINGOLI SERVIZI DI INVESTIMENTO	9
1.2.1. <i>NEGOZIAZIONE PER CONTO PROPRIO</i>	9
1.2.2. <i>ESECUZIONE DI ORDINI PER CONTO DEI CLIENTI</i>	10
1.2.3. <i>GESTIONE DI SISTEMI MULTILATERALI DI NEGOZIAZIONE</i>	12
1.2.4. <i>RICEZIONE E TRASMISSIONE ORDINI</i>	13
1.2.5. <i>SOTTOSCRIZIONE E/O COLLOCAMENTO CON O SENZA ASSUNZIONE A FERMO OVVERO ASSUNZIONE DI GARANZIA NEI CONFRONTI DELL’EMITTENTE</i>	14
1.2.6. <i>GESTIONE DI PORTAFOGLI</i>	15
1.2.7. <i>CONSULENZA IN MATERIA DI INVESTIMENTI</i>	16
1.3. SERVIZI ACCESSORI	18
1.4. REGOLAMENTAZIONE DEI MERCATI FINANZIARI: MiFID I	19
1.5. MiFID II: RIVOLUZIONANDO LA TRASPARENZA FINANZIARIA	21
2. FINTECH	23
2.1. INTRODUZIONE AL FINTECH E LE PRINCIPALI AREE DI IMPATTO	23
2.2. ORIZZONTI DIGITALI: PROIEZIONI PER IL FUTURO DEL FINTECH	27
2.3. PILASTRI DIGITALI: LE TECNOLOGIE CHE STANNO RIVOLUZIONANDO IL FINTECH	28
2.3.1. <i>DIGITAL BANKING</i>	29
2.3.2. <i>ROBO-ADVISOR</i>	30
2.3.3. <i>BLOCKCHAIN</i>	33
2.3.4. <i>PEER-TO-PEER (P2P)</i>	34
2.3.5. <i>CROWDFUNDING</i>	37
2.4. PACCHETTO NORMATIVO FINTECH: CONSIDERAZIONI GENERALI.....	39
2.4.1. <i>IL DECRETO-LEGGE N. 25/2023 E LA REGOLAMENTAZIONE DEI TITOLI FINANZIARI DIGITALIZZATI</i>	41
2.4.2. <i>L’EURO DIGITALE</i>	42
2.4.3. <i>LA REGULATORY SANDBOX</i>	44
3. LA REGOLAZIONE DEL MERCATO DELLE CRIPTO-ATTIVITÀ	46
3.1. OGGETTO E AMBITO DI APPLICAZIONE	50
3.2. CRIPTO-ATTIVITÀ DIVERSE DAI <i>TOKEN</i> COLLEGATI AD ATTIVITÀ O DAI <i>TOKEN</i> DI MONETA ELETTRONICA.....	52
3.3. <i>TOKEN</i> COLLEGATI AD ATTIVITÀ	54
3.4. <i>TOKEN</i> DI MONETA ELETTRONICA	56
3.5. REGOLE PER PREVENIRE GLI ABUSI DI MERCATO	57
3.5.1. <i>ABUSI DI MERCATO DELLE CRIPTO-ATTIVITÀ</i>	59
3.5.2. <i>SISTEMA DI PREVENZIONE, CONTROLLO E SANZIONATORIO</i>	61
3.6. PARERI DELLA BANCA CENTRALE EUROPEA	63
3.7. MiCAR: PROSPETTIVE FUTURE E ADATTEMENTI NECESSARI.....	65
CONCLUSIONE	68
BIBLIOGRAFIA	71

SITOGRAFIA 73

INTRODUZIONE

Nell'ultimo decennio, abbiamo assistito ad una "rivoluzione digitale" che ha trasformato radicalmente il nostro modo di vivere e comunicare, innovando le modalità attraverso le quali i clienti accedono ai servizi finanziari. La crescente interconnessione tra tecnologia e finanza ha comportato una profonda trasformazione del settore dei servizi finanziari, al punto di richiedere l'adozione di un termine specifico: FinTech (*Financial-Technology*). L'avvento di nuove piattaforme tecnologiche sta mettendo in discussione le pratiche tradizionali del mercato finanziario, non solo nel settore bancario, ma anche in quello assicurativo e creditizio.

Il settore finanziario ha subito cambiamenti significativi, che hanno reso i servizi e le attività di investimento un campo complesso e dinamico, richiedendo un continuo aggiornamento delle conoscenze e delle competenze. Tecnologie come il *digital banking*, i *robo-advisor*, il *peer-to-peer lending* e il *crowdfunding* hanno rivoluzionato il modo in cui vengono erogati i servizi finanziari, migliorando l'efficienza, riducendo i costi e aumentando l'accessibilità per un pubblico più ampio.

Le nuove tecnologie possono migliorare l'efficienza e la rapidità delle transazioni finanziarie, ma come ogni innovazione, comportano anche dei rischi: potrebbero rappresentare una minaccia per la stabilità del sistema finanziario e la protezione dei consumatori. Per rafforzare la fiducia nel mercato finanziario e garantire la sicurezza dei potenziali clienti, è necessaria una regolamentazione dettagliata e rigorosa. Tuttavia, tale regolamentazione non dovrebbe ostacolare lo sviluppo naturale dell'innovazione tecnologico-finanziaria, bensì sostenerla con l'obiettivo di creare un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari a livello europeo. È fondamentale evidenziare che l'Italia è dotata di un potenziale notevole nel settore FinTech, grazie alla sua lunga tradizione di eccellenza nel campo finanziario e al livello elevato di competenze digitali tra la popolazione. Inoltre, la digitalizzazione del settore pubblico fornisce una solida base per lo sviluppo del FinTech.

Una delle sfide principali del settore finanziario tecnologico è la difficoltà delle persone ad abbandonare il sistema bancario tradizionale. Molti consumatori sono abituati alle modalità operative delle banche tradizionali e nutrono una forte fiducia verso di esse.

Questa fiducia consolidata e la familiarità con i servizi bancari convenzionali rendono difficile per molti utenti adottare nuove soluzioni FinTech. È essenziale promuovere la fiducia e la consapevolezza dei benefici delle tecnologie innovative. Per superare queste sfide è necessario un dialogo continuo tra regolatori, istituzioni finanziarie, start-up FinTech e utenti finali, al fine di sviluppare un ecosistema inclusivo, sostenibile e innovativo.

Il primo capitolo della presente tesi si proporrà di esaminare in dettaglio i servizi e le attività di investimento elencati nel Testo Unico della Finanza (TUF). Al fine di analizzare le recenti innovazioni finanziarie, sarà necessario studiare i servizi tradizionali del settore finanziario, per comprendere a fondo l'effettivo cambiamento avvenuto. Considerando le premesse, è importante esaminare approfonditamente i metodi tradizionali di investimento, al fine di sviluppare e implementare strategie innovative che rispondano alle esigenze del mercato attuale.

Un'attenzione particolare sarà dedicata al ruolo dell'intermediario finanziario e al suo ambito di applicazione nei vari contesti esaminati, con particolare riguardo alle sue responsabilità e alle regolamentazioni che guidano le loro operazioni. Questi devono aderire a rigide regole di condotta per garantire trasparenza, equità e protezione degli investitori. La direttiva MiFID (*Markets in Financial Instruments Directive*) e la sua evoluzione MiFID II, rappresentano pilastri fondamentali in questo contesto normativo, stabilendo requisiti per l'autorizzazione e l'operatività delle società di investimento, nonché per la gestione dei mercati finanziari.

Nel secondo capitolo si esaminerà l'impatto della rivoluzione digitale sul settore finanziario. Il FinTech integra tecnologie avanzate nei servizi finanziari, trasformando le operazioni tradizionali e introducendo nuove forme di intermediazione e gestione finanziaria. In questo capitolo si affronteranno le principali innovazioni tecnologiche nel settore finanziario, analizzando i benefici, le sfide e le prospettive future del FinTech, con un focus sulla loro regolamentazione e sulla stabilità del sistema finanziario. Si concentrerà l'attenzione su alcune sfide regolamentari poste da queste innovazioni, ad esempio l'Euro Digitale e la *Regulatory Sandbox*, sottolineando la necessità di bilanciare l'innovazione tecnologica con la protezione del sistema finanziario e dei consumatori.

L'analisi condotta nel corso di questa tesi metterà in luce come l'innovazione tecnologica stia progressivamente sostituendo la figura tradizionale dell'intermediario finanziario con sistemi automatizzati e piattaforme digitali avanzate. Tecnologie come i *robo-advisor*, il *peer-to-peer lending*, e le *blockchain* stanno ridefinendo il ruolo degli intermediari, consentendo transazioni più efficienti, rapide e trasparenti, senza la necessità di un intervento umano diretto.

Tuttavia, questa evoluzione solleva una questione cruciale: nell'era della digitalizzazione finanziaria, è ancora necessaria la figura dell'intermediario tradizionale nelle operazioni finanziarie?

Il secondo capitolo concluderà con una discussione sulle prospettive future del FinTech, enfatizzando la necessità di una regolamentazione equilibrata per sostenere l'innovazione e proteggere gli interessi di tutti gli attori coinvolti.

Nel terzo e ultimo capitolo di questo elaborato, verrà esaminato il Regolamento MiCA (*Markets in Crypto-Assets Regulation*), che rappresenta una risposta normativa essenziale alle sfide poste dalle crypto-attività. Il MiCAR mira a creare un quadro normativo armonizzato per le crypto-attività all'interno dell'Unione Europea, garantendo trasparenza, sicurezza e protezione degli investitori. Il capitolo osserverà le disposizioni specifiche del MiCAR, analizzando come queste normative influenzano il mercato delle crypto-attività e garantiscono la protezione degli investitori, nonché la stabilità del sistema finanziario.

1. SERVIZI E ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO

1.1. NOZIONE DI ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO E SOGGETTI ABILITATI ALL'ESERCIZIO DI SERVIZI E ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO

I servizi di investimento consistono in operazioni offerte da specifici operatori per permettere agli individui di destinare, in diverse modalità, i propri capitali di natura finanziaria ¹. Il Testo unico della finanza non fornisce una definizione unitaria di servizi e attività di investimento, ma elenca le fattispecie rilevanti “*quando hanno per oggetto strumenti finanziari*” ². Al principio, il Testo unico si occupava solo di servizi di investimento piuttosto che di attività.

Il d. lgs. del 17 settembre 2007 n. 164 stabilisce alcuna differenza nella disciplina tra le due categorie, adottando invece il concetto di servizio-attività come binomio fondamentale. Ai sensi dell'art. 1, comma 5 del Testo Unico della Finanza sono considerati servizi ed attività di investimento:

- a) negoziazione per conto proprio, cioè l'atto con cui il cliente acquista o vende titoli che sono di proprietà dell'intermediario finanziario;
- b) esecuzione di ordini per conto dei clienti, che può avvenire sia in nome altrui sia in nome proprio;
- c) assunzione a fermo e/o collocamento sulla base di un impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente;
- c-bis) collocamento senza impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente;
- d) gestione di portafogli, gestione del patrimonio, svolta dall'intermediario, per investimenti in strumenti finanziari;
- e) ricezione e trasmissione di ordini.

L'incorporazione della direttiva n. 2004/39 ha introdotto due nuove fattispecie:

- f) consulenza in materia di investimenti e
- g) gestione di sistemi multilaterali di negoziazione, in base alla definizione dell'art. 1 del Testo Unico della Finanza, comma 5-*octies* si tratta della gestione di sistemi multilaterali che consentono l'incontro, al loro interno ed in base a regole non discrezionali, di interessi

¹ Sito ufficiale CONSOB, Autorità italiana per la vigilanza dei mercati finanziari

² F. CAPRIGLIONE, *L'ordinamento finanziario italiano*, 2010, CEDAM.

multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti ³. Pur essendo un elenco tassativo, l'articolo 18, comma 5 del Testo Unico della Finanza prevede che l'organo di regolamentazione del settore finanziario possiede l'autorità per aggiornare l'elenco degli strumenti finanziari in risposta ai cambiamenti dei mercati finanziari e alle direttive dell'Unione Europea. Ciò evidenzia l'importanza di avere regolamenti flessibili che possano essere modificati per restare al passo con le evoluzioni del settore finanziario, assicurando che la regolamentazione rimanga rilevante e operativa. Tale processo di individuazione avviene in consultazione con la Banca d'Italia e la CONSOB. I nuovi servizi e attività di investimento individuati vengono aggiunti successivamente in via amministrativa a quelli già elencati dall'art. 1 comma 5 del t.u.f.

Gli intermediari finanziari sono soggetti che possono prestare servizi di investimento a seguito di una specifica autorizzazione rilasciata dalla CONSOB, Banca d'Italia o dalle equivalenti autorità della Comunità europea. La Banca d'Italia concede l'autorizzazione per entrare nel mercato a quelle entità che desiderano operare in ambito bancario e finanziario su attività esclusive, purché soddisfino i criteri stabiliti dalla normativa vigente. Ciò è volto a garantire la solidità e la prudenza nella conduzione degli intermediari, nonché la sicurezza, l'efficienza e la concorrenza del sistema finanziario nel suo complesso⁴.

Gli intermediari comprendono⁵:

- a) le società di intermediazione mobiliare (SIM);
- b) le banche italiane autorizzate ai servizi di investimento;
- c) gli agenti di cambio;
- d) gli intermediari finanziari autorizzati per servizi di investimento;
- e) la società di gestione del risparmio;
- f) le società di gestione armonizzate per la gestione di portafogli e consulenza di investimenti.

Inoltre, sono inclusi nella categoria la società di Poste Italiane, le imprese di investimento, le banche comunitarie con succursale in Italia e le imprese di investimento

³ Sito ufficiale CONSOB, Autorità italiana per la vigilanza dei mercati finanziari.

⁴ Banca d'Italia, *Vigilanza sul sistema bancario e finanziario, Autorizzazioni all'accesso al mercato bancario e finanziario*.

⁵ F. CAPRIGLIONE, *L'ordinamento finanziario italiano*, 2010, CEDAM.

extracomunitarie abilitate alla prestazione di servizi e di attività di investimento in Italia⁶. Tutti i soggetti appartenenti alla categoria degli intermediari condividono un elemento in comune, ossia la loro appartenenza è determinata dal fatto che offrono e svolgono servizi e attività di investimento. Gli intermediari sono tenuti a seguire principi e regole di condotta con l'obiettivo di agevolare i loro clienti nella presa di decisioni di investimento informate, consapevoli e in linea con le loro esigenze.

Per garantire il massimo beneficio ai clienti, gli intermediari devono agire con diligenza, svolgendo il loro lavoro in modo professionale, correttezza, comportandosi in modo leale e senza interessi ulteriori oltre a quelli del cliente, e trasparenza, fornendo ai clienti tutte le informazioni rilevanti riguardanti i servizi offerti e gli strumenti finanziari disponibili⁷. Le società di gestione del risparmio (SGR) sono autorizzate a fornire consulenza in materia di investimenti e gestione del portafoglio d'investimento per conto del cliente, come dimostrato dall'art.18, comma 1,t.u.f. Gli intermediari possono negoziare per conto proprio e eseguire ordini per conto dei clienti, a condizioni stabilite dalla Banca d'Italia, sentita la CONSOB, ma solo per gli strumenti finanziari derivati⁸ e fornire servizi di sottoscrizione e/o collocamento⁹.

Ai sensi dell'art.18, comma 3-bis, t.u.f., le società di gestione di mercati regolamentati (SGA) hanno la possibilità di svolgere l'attività di gestione di sistemi multilaterali di negoziazione. Le SICAV non possono svolgere servizi di investimento perchè il loro oggetto sociale è solo l'investimento collettivo patrimoniale raccolto attraverso l'offerta di azioni al pubblico¹⁰.

⁶ Cfr. Nota n. 5.

⁷ Sito ufficiale CONSOB, Autorità italiana per la vigilanza dei mercati finanziari

⁸ I derivati finanziari sono contratti che si concludono in strumenti finanziari che non sono effettivamente disponibili sul mercato ma invece creano obbligazioni finanziarie legate a variazioni nelle quotazioni delle medie mobili, degli indici azionari relativi (futures su azioni e opzioni su azioni), dei tassi di interesse di riferimento e dei prezzi di swap. Sono definiti strumenti finanziari in quanto le entità delle obbligazioni contrattuali derivano dalle quotazioni di uno dei parametri di riferimento (c.d. sottostante).

⁹ Articolo 18, comma 3, TUF

¹⁰ Articolo 1, comma 1, lett. i, Testo Unico della Finanza.

1.2. SINGOLI SERVIZI DI INVESTIMENTO

1.2.1. NEGOZIAZIONE PER CONTO PROPRIO

L'art. 4, comma 1, numero 6 della Direttiva 2004/39/CE definisce “*negoiazione per conto proprio*” la contrattazione “...*ai fini della conclusione di operazioni riguardanti uno o più strumenti finanziari nelle quali il negoziatore impegna posizioni proprie*”.

Per negoziazione per conto proprio si intende l'attività di acquisto e vendita di strumenti finanziari, in contropartita diretta e in relazione a ordini dei clienti, nonché l'attività di *market maker*¹¹. L'operazione in cui un intermediario effettua l'acquisto o la vendita di titoli finanziari dal proprio patrimonio in risposta alle richieste di un cliente è nota come negoziazione per conto proprio. In questo caso, l'intermediario agisce direttamente nell'acquistare o cedere titoli, operando di solito senza intermediazione esterna o incarichi di terzi. Le vendite a cui ci riferiamo sono operazioni incentrate al trasferimento di beni mobili, che si determina solo nel genere: i titoli, come azioni o obbligazioni. Se ne parla sono nell'art.1, comma 5, lettera a), T.u.f., ma tale situazione non sembra costituire un argomento convincente per dedurre il carattere tipico¹². La norma si limita a prevedere che il contratto debba disciplinare “*le modalità attraverso cui il cliente può impartire ordini e istruzioni*” così come dettato dall'art. 37, comma 2, lett a), T.u.f., dove possono rientrare le proposte di vendita o di acquisto avanzate dai clienti agli intermediari, i cosiddetti ordini di borsa.

Durante la negoziazione per conto proprio, l'intermediario agisce sull'acquisto o la vendita di strumenti finanziari per conto suo, impiegando le proprie risorse economiche per rispondere alle richieste di investimento o di vendita dei propri clienti. In questo scenario, l'intermediario diventa la parte opposta ai suoi clienti nelle transazioni, eseguendo gli ordini di acquisto o vendita che riceve. La normativa richiede che un intermediario finanziario riceva l'approvazione normativa sia per la negoziazione per conto proprio sia per l'elaborazione delle transazioni per conto della clientela. Queste attività sono considerate separate nel settore dei servizi di investimento e per ciascuna è

¹¹ Art. 1, comma 5-bis del Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, numero 58, Testo Unico della Finanza.

¹² Il contratto atipico è un contratto non espressamente disciplinato dal diritto civile e creato dalle parti in base a loro specifiche esigenze di negoziazione. Anche se non sono disciplinati da alcuna legge, essi sono ammessi purché leciti.

necessaria una specifica autorizzazione, a garanzia di competenza e affidabilità nell'operato dell'intermediario¹³. L'intermediario potrebbe internalizzare l'ordine se ha l'autorizzazione a negoziare per conto proprio, a condizione che questo metodo consenta al cliente di ottenere il miglior risultato possibile.

1.2.2. ESECUZIONE DI ORDINI PER CONTO DEI CLIENTI

Il servizio di esecuzione degli ordini è fornito dall'intermediario che agisce sul mandato del cliente, procedendo all'acquisto o alla vendita di strumenti finanziari in maniera autorizzata e senza ulteriore discrezione, nelle varie sedi di negoziazione.

La recente riforma del T.u.f. ha portato ad una regolamentazione basata sulla c.d. *best execution*, come previsto dal d.lgs. n. 164 del 2007 per rispettare la MIFID. La *best execution* è l'obbligo per gli intermediari di prendere le misure appropriate e implementare meccanismi efficaci per ottenere il miglior risultato possibile per i loro clienti, riguardo: prezzo, costi, rapidità e probabilità di esecuzione e di regolamento, dimensioni, natura dell'ordine, qualsiasi altra considerazione pertinente ai fini della sua esecuzione¹⁴.

Dopo aver ricevuto l'ordine di acquisto o di vendita di un titolo, l'intermediario negozia il titolo scegliendo tra una varietà di luoghi di negoziazione: mercati regolamentati, luoghi in cui si scambiano titoli che sono stati precedentemente autorizzati a negoziare sui mercati stessi, dove le proposte di acquisto e vendita di diversi operatori si incontrano in modo organizzato e secondo le regole predefinite, il che porta alla conclusione di contratti; sistemi di negoziazioni multilaterali, gestiti da società di gestione di mercati regolamentati o da società di intermediazione mobiliare e banche, sono luoghi di incontro fra più operatori per la proposta di acquisto o vendita di titoli; l'internalizzatore dell'ordine, una banca o una SIM che opera in "contropartita diretta" acquistando strumenti finanziari direttamente dal cliente ovvero vende al cliente su sua richiesta strumenti finanziari di sua proprietà.

¹³ Sito ufficiale CONSOB, Autorità italiana per la vigilanza dei mercati finanziari.

¹⁴ C.M. DE IULIIS, *Principi di diritto del mercato finanziario, Breve introduzione ai servizi e alle attività di investimento*, 2009, Utet Giuridica.

La sua strategia di esecuzione degli ordini deve essere basata su standard precisi e predeterminati. Per ogni gruppo di strumenti finanziari, la strategia di esecuzione identifica le aree di negoziazione che, secondo l'intermediario, consentono di ottenere il miglior risultato possibile per un periodo di tempo lungo. La strategia di esecuzione include criteri che guidano la scelta di una sede specifica in base al singolo ordine. Conoscere la strategia potrebbe avere vari scopi: ci consente di seguire ed esaminare la strategia, restando informati circa le decisioni dell'intermediario, e verificare se l'intermediario ha rispettato le decisioni scelte con l'unico obiettivo di ottenere il miglior risultato possibile; abbiamo la possibilità di valutare la prestazione dell'intermediario, il suo impegno ad ottenere un risultato migliore per il cliente sarà maggiore quando sono più le sedi di esecuzione; al cliente è data anche la possibilità di dare istruzioni specifiche circa la decisione di eseguire l'ordine in uno specifico luogo di negoziazione¹⁵. L'intermediario, oltre ad informare il cliente circa le caratteristiche dello strumento finanziario che gli propone di acquistare, deve anche valutare se il tipo di operazione scelta sia appropriata al grado di esperienza e conoscenza del cliente, deve informarsi sul suo livello di istruzione e professione. Non facendo ciò, l'intermediario non sarà in grado di valutare la nostra capacità a comprendere in modo efficace i relativi rischi che riguardano l'operazione di investimento. Una volta ricevuto l'ordine, il cliente potrà richiedere informazioni all'intermediario riguardo lo stato dell'ordine. In caso di eventuali problematiche durante il processo di elaborazione, il cliente dovrà essere prontamente avvisato.

Dopo l'esecuzione dell'ordine, è fondamentale che l'intermediario fornisca al cliente tutti i dettagli rilevanti e la conferma dell'esecuzione dell'ordine. Questa comunicazione deve contenere informazioni cruciali come la data e l'ora dell'esecuzione dell'ordine, il tipo di ordine effettuato, il luogo in cui è avvenuta l'esecuzione, lo strumento finanziario coinvolto nella transazione e i dettagli relativi alla quantità, al prezzo unitario e al totale pagato per gli strumenti finanziari scambiati. È importante anche comunicare al cliente eventuali azioni necessarie da parte sua per completare l'operazione, come il pagamento dei titoli acquistati o la consegna dei titoli venduti. Infine, la comunicazione deve chiarire se l'operazione è stata condotta con lo stesso

¹⁵ IMPREBANCA, Execution e transmission policy.

intermediario, un'impresa affiliata o un altro cliente dell'intermediario, garantendo così una trasparenza totale durante il processo di negoziazione finanziaria.

1.2.3. GESTIONE DI SISTEMI MULTILATERALI DI NEGOZIAZIONE

La gestione di sistemi multilaterali di negoziazione (SMN) rappresenta un servizio di investimento che facilita l'incontro di più operatori tra proposte di acquisto e di vendita, secondo dei criteri predeterminati. Essi sono definiti e regolamentati a livello europeo dal regolamento MIFID II e dalla legislazione nazionale degli Stati membri dell'Unione Europea. I sistemi multilaterali di negoziazione sono simili ai mercati regolamentati, tuttavia, si distinguono perché possono essere operati non soltanto da enti incaricati della gestione dei mercati regolamentati ma anche da società di intermediazione mobiliare e istituti bancari che ricevono l'autorizzazione a fornire tale servizio. Le entità che ricevono l'autorizzazione devono aderire a specifici criteri e normative per assicurare che le operazioni di scambio avvengano in maniera giusta, ordinata, e trasparente per gli utenti. La MiFID I ha imposto agli enti che operano nei sistemi multilaterali di negoziazione di fornire e rendere pubblici dati precisi su prezzi e quantità degli strumenti finanziari trattati, così come le condizioni sotto cui le negoziazioni avvengono, sia prima che dopo la finalizzazione di ogni ordine di mercato¹⁶.

È necessario che gli enti gestori vigilino attivamente sulle transazioni al fine di prevenire pratiche illecite quali l'insider trading e la manipolazione dei mercati, comunicando alle autorità di regolamentazione ogni attività che possa dettare sospetti. È imperativo garantire a tutti i partecipanti condizioni di accesso e partecipazione imparziali e senza discriminazioni. I sistemi multilaterali di negoziazione rappresentano uno degli spazi in cui l'intermediario incaricato di eseguire le operazioni può agire, mirando ad ottenere l'esito più vantaggioso per i propri clienti.

¹⁶ E. FRANZA, *Mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione, internalizzatori sistematici ed il direct market access. Criticità emerse in applicazione MiFID I e prospettive nella MiFID II.*

1.2.4. RICEZIONE E TRASMISSIONE ORDINI

Nel servizio di ricezione e trasmissione di ordini, l'intermediario riceve un ordine di compravendita da un cliente ma non lo gestisce personalmente. Piuttosto, lo inoltra ad un altro intermediario specializzato che provvederà all'esecuzione dell'ordine stesso.

La CONSOB¹⁷ ha affermato che *“la caratteristica del servizio è la distinzione soggettiva del negoziatore e raccoglitore”*. Questo concetto distingue il servizio di esecuzione di ordini per conto proprio dal servizio di ricezione e trasmissione di ordini perché il primo è fornito da intermediari che non provvedono direttamente all'esecuzione di ordini ricevuti. L'intermediario non è tenuto ad ottenere dal cliente le informazioni necessarie per valutare l'idoneità e l'appropriatezza dell'operazione proposta poiché funge da mero tramite. Utilizzando il servizio di trasmissione di ordini, concediamo al nostro intermediario l'autorità di selezionare un altro intermediario per eseguire l'ordine. È responsabilità del trasmettitore di ordini identificare il negoziatore più competente in grado di garantire un servizio ottimale, che per noi si traduce nella soluzione che offre il miglior corrispettivo complessivo. Il trasmettitore di ordini, per scegliere il miglior negoziatore, dovrà sfruttare la sua capacità e professionalità per valutare le strategie di esecuzioni di ordini sul mercato degli altri intermediari. Nel momento in cui scegliamo il nostro trasmettitore di ordini dobbiamo valutare la sua metodologia di trasmissione. Questo processo di valutazione consiste nell'intermediario identificare i negozianti appropriati per ogni categoria di strumenti finanziari a cui inviare gli ordini.

Il servizio di ricezione e trasmissione di ordini è importante per i clienti che desiderano sfruttare l'esperienza e le connessioni di un intermediario per ottenere la migliore esecuzione possibile per i loro ordini di mercato.

¹⁷ Comunicazione n. DIN/9003258, 14-01-2009, in Consob.

1.2.5. SOTTOSCRIZIONE E/O COLLOCAMENTO CON O SENZA ASSUNZIONE A FERMO OVVERO ASSUNZIONE DI GARANZIA NEI CONFRONTI DELL'EMITTENTE

La sottoscrizione e/o collocamento è un servizio in cui l'intermediario, nell'ambito di offerte al pubblico di strumenti finanziari, li distribuisce al pubblico. Gli investitori (pubblico) provvederanno al collocamento degli strumenti finanziari, mediante l'intervento di più intermediari, attraverso le proprie reti di distribuzione, offerti da società (emittente) intenzionate ad emettere strumenti finanziari. Il servizio di collocamento e/o sottoscrizione può avvenire sia in forma privata, indirizzata ad una cerchia di investitori professionali, sia in forma pubblica cioè rivolti a tutti gli investitori. L'esecuzione del servizio di collocamento è preceduta da un accordo tra l'intermediario di collocamento e l'emittente. L'obiettivo di questo accordo è fornire al pubblico strumenti finanziari a condizione di prezzo e, in alcuni casi, anche di tempo predeterminato. Bisogna fare una distinzione riguardo le operazioni di sottoscrizione e di collocamento. La sottoscrizione riguarda l'emissione di nuovi titoli che vengono immessi per la prima volta sul mercato. Il collocamento è un'operazione che riguarda titoli già emessi che vengono solo successivamente venduti.

Nel contesto giuridico-finanziario, le modalità di sottoscrizione e/o collocamento di strumenti finanziari si articolano in due forme:

- a) "collocamento con assunzione a fermo" o "con garanzia", dove l'intermediario finanziario si obbliga a garantire la riuscita dell'operazione di sottoscrizione, potendo eventualmente acquisire per sé gli strumenti invenduti, conformemente agli accordi di garanzia predefiniti con l'emittente;
- b) "collocamento senza assunzione a fermo", nel quale l'intermediario si adopera per individuare soggetti terzi disponibili all'acquisto o alla sottoscrizione dei titoli, senza assumersi la responsabilità dell'eventuale mancata vendita, lasciando quindi l'onere dell'insuccesso dell'operazione all'emittente degli strumenti finanziari.

L'intermediario deve agire nell'interesse del cliente e adempiere a tutti gli obblighi imposti per la prestazione del servizio di investimento. Pertanto, dovrà fornire ai cliente tutte le informazioni necessarie, gestire eventuali conflitti di interesse e agire in conformità di un contratto scritto.

1.2.6. GESTIONE DI PORTAFOGLI

La gestione dei portafogli non è da considerare come parte delle attività di intermediazione finanziaria, bensì come un'attività di gestione caratterizzata da specifiche tipologie e metodologie, le cui modalità di esecuzione sono contenute nell'art. 24 del Testo Unico della Finanza. Poiché le leggi non forniscono una definizione specifica, spetta all'interprete identificarne il significato e i contenuti. Gestire implica prendere su di sé la responsabilità e l'autorità per fare scelte riguardanti il controllo e la supervisione di risorse finanziarie o investimenti per conto di terzi. Questo comprende l'attività di supervisione dei portafogli di investimento, l'applicazione di strategie di investimento, l'esecuzione di transazioni finanziarie e la gestione dei rischi connessi.

L'art. 4, comma 1, n. 9, MiFID I, ci aiuta indirettamente riguardo la definizione di portafoglio *“gestione, su base discrezionale e individualizzata, di portafogli di investimento nell'ambito di un mandato conferito dai clienti, qualora tali portafogli di investimento includano uno o più strumenti finanziari”*¹⁸.

Un portafoglio altro non è che l'insieme di investimenti posseduti da un individuo. Questi investimenti possono includere azioni, obbligazioni, ETF, titoli di Stato e altri strumenti finanziari. Incaricando l'intermediario di impiegare tutto o in parte il nostro patrimonio in strumenti finanziari attraverso il servizio di gestione del portafoglio, avrà la possibilità di decidere circa la composizione del nostro portafoglio selezionando strumenti finanziari con l'obiettivo di valorizzarlo. Secondo il giudizio di adeguatezza, disciplinato dalla MIFID II, l'intermediario deve valutare che il servizio da lui offerto sia conforme al profilo di rischio del cliente e agli obiettivi di performance stabiliti. Come viene fatto per gli altri servizi di investimento, l'intermediario è tenuto a fornirci una serie di informazioni dettaglianti riguardo l'attività che svolge per noi. L'intermediario deve spiegare le caratteristiche della gestione del nostro portafoglio, come gli obiettivi di investimento, i livelli di rischio, i tipi di strumenti finanziari inclusi e le operazioni possibili. Inoltre, dovrebbe fornirci una spiegazione riguardo l'importanza del parametro di riferimento, che viene utilizzato per confrontare le prestazioni del nostro portafoglio.

¹⁸ C.M. DE IULIIS, *Principi di diritto del mercato finanziario, Breve introduzione ai servizi e alle attività di investimento*, 2009, Utet Giuridica.

L'intermediario deve informarci se vuole utilizzare l'effetto leva¹⁹ e comunicarci se intende delegare la gestione del nostro portafoglio a terzi. È anche importante conoscere il metodo e la frequenza con cui gli strumenti finanziari verranno valutati all'interno del nostro portafoglio e la soglia di perdita entro la quale saremo avvisati dall'intermediario. Tutte queste informazioni che l'intermediario deve comunicare in modo tempestivo al cliente devono essere inserite all'interno del contratto. Oltre ad avere la responsabilità di acquisto e vendita dei titoli, l'intermediario provvede anche alla loro negoziazione che può essere fatta in prima persona ovvero trasferire gli ordini ad un altro intermediario autorizzato. Al fine di mantenere un controllo costante sulla gestione del portafoglio, il cliente dovrebbe ricevere, almeno ogni 6 mesi, un resoconto dettagliato delle attività di gestione svolte sul suo conto.

La norma²⁰ prevede che il rendiconto venga inviato al cliente almeno ogni sei mesi fatta eccezione per alcune circostanze specifiche:

- a) se richiesto espressamente dal cliente può essere trasmesso ogni tre mesi;
- b) se il contratto prevede la gestione di un portafoglio con effetto leva il rendiconto potrebbe essere anche mandato mensilmente;
- c) possono essere mandate delle informazioni dettagliate sulle singole operazioni dell'intermediario, se richieste dal cliente, almeno una volta all'anno. Inoltre, nel caso in cui le perdite dovessero superare la soglia indicata nel contratto, il cliente ha il diritto di essere tempestivamente avvisato.

1.2.7. CONSULENZA IN MATERIA DI INVESTIMENTI

Ex art.1, comma 5, del TUF “*la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa dell'impresa di investimento riguardo una o più operazioni relative a strumenti finanziari*” è un servizio di consulenza in materia di investimenti²¹.

¹⁹ L'effetto leva è una strategia negli investimenti finanziari che permette agli investitori di aumentare l'importo del loro investimento iniziale utilizzando fondi presi a prestito.

²⁰ Regolamento n. 35 del 26 maggio 2010, ISVAP.

²¹ Associazione Nazionale Enciclopedia della Banca e della Borsa, Servizi di consulenza in materia di investimenti.

La consulenza in materia di investimenti era considerato accessorio in Italia fino al recepimento della direttiva MiFID (Market in Financial Instruments Directive) che poteva essere fornito senza necessità di ottenere una specifica autorizzazione. Il Decreto Legislativo del 23 luglio 1996, numero 415, conosciuto come decreto Eurosim, e la previgente formulazione del TUF, stabiliva che qualsiasi entità potesse svolgere consulenza finanziaria senza essere obbligata a richiedere un permesso ufficiale.

L'obiettivo principale di questi professionisti del settore finanziario è di assistere i clienti nell'orientare le loro scelte di investimento, raccomandando prodotti che meglio si adattano al profilo specifico dell'investitore, anziché concentrarsi sulla promozione degli strumenti finanziari dell'ente per cui operano. Pertanto, oltre a banche e società di investimento, anche i consulenti finanziari indipendenti possono erogare servizi di consulenza. Nonostante l'assenza specifica di autorizzazione per tale attività, gli intermediari rimanevano comunque vincolati al rispetto degli obblighi normativi applicabili alle attività autorizzate.

Il contratto con cui si stabilisce un incarico di consulenza *non è soggetto alla forma scritta*²² ma secondo l'articolo 37, comma 2, lett. g), reg. int., prescrive che il contratto deve specificare se e con quali modalità e contenuti può essere presentata la consulenza in materia di investimenti in relazione al servizio di investimenti. Il consulente offre suggerimenti o indicazioni su misura riguardanti una o più transazioni legate ad uno specifico strumento finanziario, agendo di propria iniziativa o su richiesta specifica del cliente. I suggerimenti e le indicazioni, personalizzate in base alle caratteristiche del singolo cliente, devono suggerire di acquistare, vendere, scambiare o continuare a detenere specifici strumenti finanziari. La tipologia di consigli che gli intermediari danno in merito a strumenti finanziari ovvero sulla composizione del portafoglio non costituisce consulenza in senso stretto ma consulenza generica. La consulenza finanziaria può essere offerta dagli intermediari, così come da individui che soddisfano specifici requisiti di competenza professionale, integrità, indipendenza e solidità patrimoniale iscritti in un apposito albo dedicato ai consulenti finanziari di prossima istituzione.

L'intermediario finanziario è obbligato a raccogliere dati essenziali riguardo le finalità di investimento del cliente, la sua conoscenza e esperienza in materia finanziaria, oltre alla situazione patrimoniale. Qualora queste informazioni non siano fornite dal

²² Parte II, *Disciplina degli intermediari*, TUF, Decreto Legislativo 24/02/1998, numero 58.

cliente, l'intermediario è tenuto a desistere dal prestare il servizio di consulenza in materia di investimenti. Generalmente, esiste una correlazione tra la fornitura di consulenza in materia e l'erogazione di altri servizi di investimento quali l'esecuzione di ordini, l'accettazione e trasmissione degli stessi. Ciò implica che l'operatore che realizza l'ordine per il cliente spesso offre anche un servizio di consulenza a quest'ultimo. Potrebbe verificarsi che il consulente percepisca incentivi in termini di provvigioni, commissioni o benefici non monetari, dalla compagnia che produce i prodotti suggeriti. È di fondamentale importanza che il consulente mantenga un profilo di trasparenza e un comportamento etico, informando chiaramente il cliente riguardo a queste ricevute. Avendo a disposizione tali dettagli, il cliente ha la libertà di confrontare e valutare vari consulenti e optare per quello che sembra essere nella posizione ottimale per fornire una consulenza veramente indipendente.

1.3. SERVIZI ACCESSORI

I servizi prestati dagli intermediari accanto ai servizi di investimento veri e propri vengono chiamati servizi accessori previsti dall'art. 1, comma 6, sez. B Allegato, TUF. Analogamente a quanto avviene per i servizi di investimento, l'elenco dei servizi accessori è di carattere tassativo²³. Tuttavia, il Ministro delle Economie e delle Finanze ha la facoltà di riconoscere e introdurre nuovi servizi accessori, in modo da adeguarsi al continuo sviluppo e alle innovazioni presenti nei mercati finanziari.

Secondo l'art. 1, comma 6, TUF sono servizi accessori:

- a) custodia e amministrazione di strumenti finanziari;
- b) locazione di cassette di sicurezza;
- c) concessione di finanziamenti agli investitori per consentire loro di effettuare un'operazione relativa a strumenti finanziari, nella quale interviene il soggetto che concede il finanziamento;
- d) consulenze alle imprese in materia di struttura finanziaria, di strategia industriale e di questioni connesse, consulenza e servizi concernenti le concentrazioni e l'acquisto di imprese;

²³ C.M. DE IULIIS, *Principi di diritto del mercato finanziario, Breve introduzione ai servizi e alle attività di investimento*, 2009, Utet Giuridica.

- e) servizi connessi all'emissione o al collocamento di strumenti finanziari, compresa l'organizzazione e la costituzione di consorzi di garanzia e collocamento;
- f) consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari;
- g) l'intermediazione in cambi, quando collegata alla prestazione di servizi di investimento²⁴.

Un intermediario può esercitare servizi accessori senza che ciò sia necessariamente correlato alla fornitura di servizi di investimento. Tuttavia, per alcune tipologie di servizi accessori la legge richiede un collegamento diretto con uno o più servizi di investimento. Al contrario, per altri servizi accessori questo legame è soltanto una possibilità. I servizi accessori possono essere esercitati da qualsiasi soggetto non essendo esclusivamente regolamentati per legge. Secondo le regole generali di comportamento dettate dall'art. 21 del Testo Unico della Finanza, nel caso i servizi accessori venissero esercitati da soggetti abilitati, questi ultimi devono seguire le stesse regole stabilite per i servizi di investimento²⁵.

1.4. REGOLAMENTAZIONE DEI MERCATI FINANZIARI: MiFID I

Nel corso del tempo, il modo in cui gli intermediari finanziari forniscono servizi di investimento ha subito importanti cambiamenti e innovazioni, specialmente in termini di come tali servizi vengono offerti. L'emergere di prodotti finanziari più sofisticati e complessi, che spesso comportano rischi elevati possono essere piuttosto instabili, insieme al progresso delle tecnologie correlate, ha reso essenziale un livello di protezione più elevato per gli investitori.

Il quadro legislativo europeo in materia di mercati finanziari si è sviluppato in modo significativo con l'introduzione della Direttiva 2004/39/CE nota come MiFID (*Markets in Financial Instruments Directive*). La direttiva sopra citata ha apportato profonde modifiche nel settore legale e finanziario, come si può dedurre dalle sue linee guida principali che includono i requisiti per la concessione delle autorizzazioni e per

²⁴ PARTE I, *Disposizioni Comuni*, TUF, Decreto Legislativo, 24/02/1998 n.58.

²⁵ Capo II, *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, in Consob.

l'operatività delle società di investimento, le regole per la gestione dei mercati finanziari e l'assegnazione delle responsabilità alle autorità di vigilanza. La direttiva MiFID ha come scopo due grandi obiettivi: salvaguardare gli investitori e preservare l'integrità del mercato stabilendo dei requisiti per l'attività degli intermediari; promuovere i mercati finanziari in modo equo, trasparente, efficace e integrato²⁶.

Ai sensi dell'articolo 5 della Direttiva MiFID che riguarda le condizioni e le procedure per l'autorizzazione, è necessaria una condizione specifica per operare nel settore dei servizi di investimento nell'Unione Europea. Tale autorizzazione deve essere rilasciata dall'autorità di vigilanza finanziaria dello Stato membro di origine. L'articolo richiede inoltre che le imprese di investimento siano registrate in un apposito registro reso pubblicamente accessibile al fine di garantire la trasparenza e facilitare la verifica delle autorizzazioni. Tale registro dovrebbe contenere tutte le informazioni rilevanti sui servizi e le attività di investimento che l'impresa ha autorizzato. Gli ordinamenti giuridici degli Stati membri dell'Unione Europea possono consentire alle autorità di supervisione di trasferire determinate attività burocratiche, preparatorie o secondarie inerenti al procedimento di concessione dell'autorizzazione nelle imprese di investimento che si dedicano esclusivamente alla consulenza in ambito di investimenti o alla ricezione e trasmissione degli ordini al fine di facilitare l'efficienza del processo autorizzativo²⁷.

Un elemento centrale di questo contesto è il *Financial Services Action Plan* (FSAP), un'iniziativa lanciata dalla Commissione Europea nel 1999, mirata a creare un mercato unico dei servizi finanziari in Europa. Il FSAP riveste una rilevanza cruciale nel contesto dell'Unione Europea, poiché persegue l'obiettivo di standardizzare e sincronizzare i mercati finanziari tra i paesi membri, eliminando le barriere che limitano il movimento transfrontaliero dei servizi finanziari e accrescendo la competitività nel comparto²⁸.

Nel dominio dei servizi di investimento, una pietra miliare è stata posta con l'istituzione degli impianti denominati "*Multilaterale Trading Facilities*" (MTF). Queste piattaforme si presentano come alternative agli scambi borsistici tradizionali e consentono agli investitori di interagire in modo più efficiente e flessibile. In virtù del loro ruolo

²⁶ Official website of the European Union Law, EUR-Lex, Access to European Law.

²⁷ Direttiva 2004/39/CE, articolo 5, Capo I "*Condizioni e procedure per l'autorizzazione*", Titolo II "*Condizioni per l'autorizzazione e l'esercizio delle attività applicabili alle imprese di investimento*".

²⁸ Official website of the European Union Law, EUR-Lex, Comunicazione della Commissione, dell'11 maggio 1999, "*Attuazione del quadro d'azione per i servizi finanziari: Piano d'azione*",

pionieristico nel proporre un modello competitivo rispetto al mercato tradizionalmente dominante, la Direttiva MiFID ha delineato un insieme di normative *ad hoc* per gli MTF. Queste includono l'esigenza di divulgare i prezzi di tutti gli strumenti finanziari trattati e l'assunzione di misure atte a preservare la trasparenza e la lealtà competitiva nel mercato finanziario. Tale obbligazione si estende anche alla necessità di comunicare efficacemente con le autorità di vigilanza, secondo le disposizioni precedentemente stabilite ²⁹.

1.5. MiFID II: RIVOLUZIONANDO LA TRASPARENZA FINANZIARIA

Nel 2008, il Comitato delle Autorità di Regolamentazione dei Mercati Europei (CESR) poi rimpiazzato dall'ESMA nel 2011, diede il via ad un processo di analisi relativo agli aspetti funzionali della MiFID, enfatizzando in particolare l'influenza esercitata dalle regole di trasparenza nel contesto del rinnovato assetto di mercato. L'esplosione della crisi finanziaria negli USA, innescata dal collasso del mercato dei cosiddetti "mutui *sub-prime*", ritardò l'emersione dei risultati di tale esame fino all'inverno del 2011. Fu in questo periodo che la Commissione Europea rese nota una prima bozza di riforma della direttiva 2004/39.

All'interno del dibattito europeo, le principali obiezioni sollevate nei confronti della MiFID originaria riguardavano un ambito di applicazione troppo ristretto che comprendeva solo determinati servizi e strumenti finanziari, risultando in una regolamentazione insufficiente per alcuni attori del mercato. Inoltre, si evidenziò una scarsa disponibilità di informazioni pertinenti a prezzi, rendimenti e commissioni degli strumenti di mercato, precludendo agli investitori la possibilità di valutare adeguatamente i servizi offerti. Questi fattori contribuivano all'inefficienza del mercato e a questioni correlate all'accessibilità dello stesso. Dopo un esteso periodo di consultazioni con il pubblico, il Parlamento Europeo insieme al Consiglio dell'Unione Europea ratificò la Direttiva MiFID II nel 2014, la quale divenne operativa solo nel 2018, soppiantando il precedente regolamento del 2004.

²⁹ F.S. COSTANTINO, *L'attuazione della direttiva MiFID in Italia: note minime sulla trasparenza e sulla correttezza dei comportamenti delle imprese di investimento nella normativa secondaria*, 2008.

La MiFID II ha introdotto regolamenti più severi per definire con maggior chiarezza le commissioni attribuite alle società di investimento, con l'obiettivo di tutelare gli investitori facendo in modo che essi non incorrano in acquisti di prodotti finanziari che non si allineano con il loro livello di tolleranza al rischio. In aggiunta, nell'ottica di proteggere maggiormente l'investitore, la normativa aggiornata impone a consulenti e gestori di portafogli l'adesione ad un processo più dettagliato per la valutazione dell'idoneità dei servizi offerti. Questi professionisti devono anche indicare se la loro consulenza è fornita su base indipendente o meno e devono essere trasparenti riguardo la selezione degli strumenti finanziari proposti ai clienti, per assicurare la chiarezza e prevenire possibili conflitti di interesse ³⁰.

Il tema della regolamentazione dei mercati, oggetto di approfonditi dibattiti sull'effettivo beneficio apportato dalla normativa MiFID, ha suscitato opinioni divergenti sin dall'inizio. La MiFID II ha introdotto provvedimenti mirati a promuovere la concorrenza e una corretta esecuzione delle transazioni, enfatizzando soprattutto la trasparenza nelle strutture delle entità operanti nel mercato. Le attività di trading ad alta frequenza, utilizzando algoritmi, sono state soggette a revisione, introducendo criteri specifici per le società di investimento che si avvalgono di tali metodi. La normativa dettaglia minuziosamente il concetto di "algoritmo" per prevenire elusioni e amplia la sua applicabilità a varie forme di trading. Le entità che fanno uso di tecniche di trading algoritmico devono implementare robusti sistemi e procedure dei rischi per evitare distorsioni nel processo negoziale. Le autorità regolatorie del paese di origine delle società sono incaricate di esercitare la sorveglianza sulle strategie di trading menzionate, richiedendo, se necessario, informazioni aggiuntive sulle negoziazioni ³¹.

Le valutazioni condotte evidenziano un incremento dei carichi normativi per le entità di investimento, accentuatosi progressivamente con l'adozione di nuove regole nel settore finanziario. L'analisi dell'effetto della MiFID II, condotta a distanza di mesi dalla sua applicazione, rivela un mutamento nell'equilibrio di potere tra i contraenti, con una riduzione dell'influenza precedentemente esercitata dalla parte ritenuta più influente.

³⁰ G.BONANTE e M. GALLICCHIO, *MiFID II e MIFIR*, recenti sviluppi, 2014.

³¹ F.S. COSTANTINO, *L'attuazione della direttiva MiFID in Italia: note minime sulla trasparenza e sulla correttezza dei comportamenti delle imprese di investimento nella normativa secondaria*, 2008.

2. FINTECH

2.1. INTRODUZIONE AL FINTECH E LE PRINCIPALI AREE DI IMPATTO

“Ci troviamo sull’orlo di una rivoluzione tecnologica che modificherà radicalmente il nostro modo di vivere, lavorare e relazionarci gli uni agli altri. Per ampiezza, portata e complessità, questa trasformazione sarà diversa da qualsiasi cosa l’umanità abbia mai sperimentato prima.”³²

Il termine FinTech è una fusione tra *Finance* e *Technology*, descrive il settore innovativo che mira a migliorare i servizi finanziari attraverso la tecnologia. In ambito globale, la complessa struttura del settore FinTech è stata metaforicamente rappresentata come un albero³³, per illustrare la funzione e il ruolo svolto da ogni singola entità cruciale che contribuisce alla classificazione sistematica del panorama FinTech. Tale rappresentazione verrà commentata dal basso verso l’alto, distinguendo i vari livelli e funzioni.

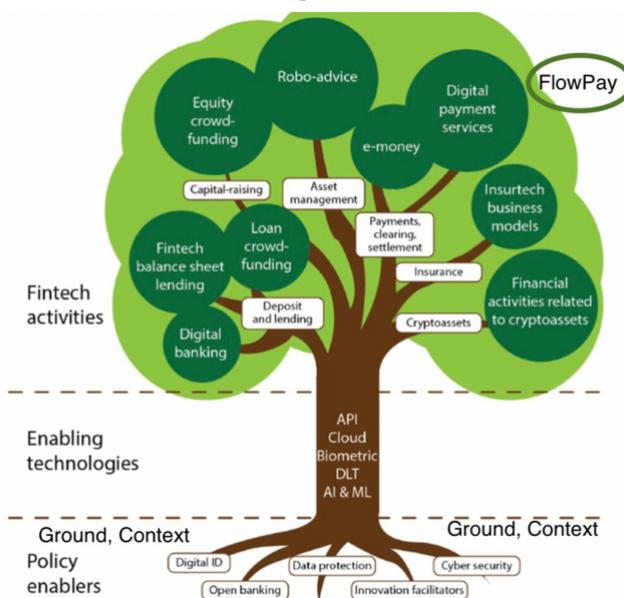
Le *policy enablers* rappresentano quelle insieme di azioni e disposizioni governative che sostengono e promuovono l’espansione del settore FinTech sfruttando le nuove tecnologie. Gli elementi in questione, come *l’open banking* e il *cyber security*, sono simboleggiati dalle radici dell’albero che, se robuste e saldamente ancorate, forniscono il sostegno vitale per il rinforzo dell’intera struttura. Le *enabling technologies* sono il motore dell’innovazione nel campo dei servizi finanziari, fungendo da pilastro portante per le operazioni nel settore FinTech. Le *Fintech activities* (*Digital banking, robo advice, etc.*) paragonabili alla chioma di un albero, possono manifestarsi in molteplici modi, adattandosi specificamente ai vari segmenti dell’industria finanziaria a seconda delle molteplici applicazioni e sinergie delle tecnologie abilitanti. Nella rappresentazione data, il FinTech massimizza le possibilità e i vantaggi derivanti dall’impiego di diverse tecnologie nel settore finanziario, un traguardo raggiungibile quando le tre componenti

³² K. SCHWAB, World Economic Forum.

³³ M. PARACAMPO, *Fintech, Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, 2021, G. GIAPPICHELLI, 2021.

menzionate operano in armonia, diventando il fulcro di un lavoro congiunto che coinvolge, tra i vari protagonisti, principalmente gli enti regolatori e di controllo. Questi ultimi sono chiamati a gestire le complessità legate all'introduzione di elementi innovativi. Inoltre, il settore finanziario tradizionale e i consumatori stessi svolgono un ruolo cruciale. I consumatori, in particolare, sono coinvolti nella filiera del valore sia come beneficiari dei servizi Fintech sia come motore di un continuo processo evolutivo.

Figura 1



Source: BIS & FSI Insights on policy implementation No. 23

Il concetto di “Tecnologia Finanziaria” designa l’insieme di applicazioni *software* e soluzioni tecnologiche avanzate impiegate dalle entità aziendali per erogare servizi finanziari in modalità automatizzata. L’innovazione rapida e dirompente in aree come i pagamenti mobili ha trasformato radicalmente le modalità di amministrazione delle finanze personali. Gli utilizzatori abili nell’uso delle tecnologie, in particolare le generazioni più giovani come i *millennials*, richiedono procedure di trasferimento di capitale, gestione creditizia e attività di investimento che siano intuitive, protette e prontamente fruibili, preferibilmente senza il bisogno di intervento umano o la necessità di recarsi presso un istituto bancario.

Il sorgere del settore FinTech si attribuisce fondamentalmente a due fattori distinti: il primo è la manifestazione di *deficit* del sistema bancario tradizionale, messe in

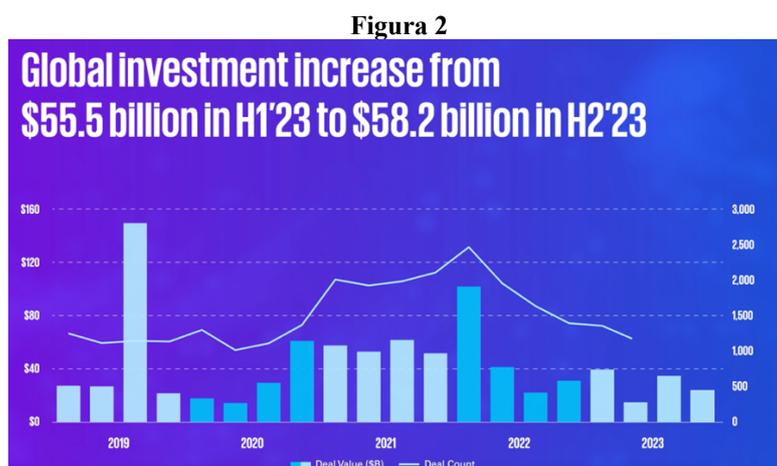
luce dall'episodio critico della crisi finanziaria mondiale del 2008, che ha rivelato ai consumatori le lacune responsabili per l'instabilità economica. Il secondo elemento catalizzatore è stata l'ascesa di nuove soluzioni tecnologiche, le quali hanno portato a un'evoluzione nell'accessibilità, nell'utilizzo, nella rapidità e nella riduzione dei costi associati ai servizi finanziari.

Il FinTech si è diffuso attraverso l'intero spettro dei mercati bancari e finanziari, rinnovandone la conformazione con l'ingresso di nuove imprese tecnologiche emergenti e di colossi del settore IT e dei *social media* come Google, Apple, Facebook, Amazon. I diversi segmenti del settore FinTech condividono la particolarità di rappresentare attività finanziarie che integrano un plusvalore attraverso l'utilizzo di soluzioni informatiche. La metodologia per categorizzarli è accuratamente delineata e segue un ordine crescente di complessità; ogni proposta specifica nel dominio è tenuta a: essere orientata dalla tecnologia, presentare un'innovazione distintiva a quanto già presente nel settore finanziario, e contribuire un apprezzabile incremento di valore per tutti i soggetti partecipanti nella catena di creazione del valore.

Nell'ecosistema finanziario contemporaneo, il settore del FinTech si è affermato come una forza motrice di innovazione e ristrutturazione. Nell'ambito dei prestiti, le piattaforme di *peer-to-peer lending* e i sistemi di credito alternativi hanno introdotto modalità di finanziamento innovative, riducendo la necessità di intermediari tradizionali come le banche. La regolamentazione di tali attività si è concentrata sulla tutela dei creditori e dei debitori, sulle regole di solvibilità e sulla trasparenza degli accordi di finanziamento. Le normative devono bilanciare la promozione dell'innovazione con la prevenzione del sovraindebitamento e la tutela della *privacy* dei dati finanziari. Le piattaforme FinTech di gestione degli investimenti, compresi i *robo-advisors* e i servizi di *trading* algoritmico, hanno democratizzato l'accesso ai mercati finanziari, esigendo una rigorosa attenzione alle normative in materia di protezione degli investitori. L'applicazione dei principi *best execution*, la corretta valutazione dei profili di rischio degli investitori e la trasparenza nelle commissioni sono diventate questioni centrali nella regolamentazione di questi servizi innovativi. Nel settore assicurativo, *l'insurtech* ha introdotto soluzioni che sfruttano dati e analisi predittiva per personalizzare le offerte e ottimizzare i costi. È quindi del tutto chiaro come questo ambito stia accumulando risorse finanziarie, affrontando una contesa che potrebbe alterare l'attuale paesaggio dei

concorrenti nei settori bancario, finanziario e assicurativo. Da un lato abbiamo le entità bancarie tradizionali che dominano il mercato e che, come abbiamo osservato nel 2008, rappresentano un meccanismo vitale per l'economia mondiale; dall'altro lato stanno emergendo le grandi aziende tecnologiche, le *BigTech*, che detengono ingenti risorse sia in termini economico-finanziari sia per quanto riguarda la raccolta e l'utilizzo dei dati, collegati alle esperienze di acquisto dei loro clienti. Inizia così il dialogo sulla banca del futuro, immaginandola come un istituto digitale, descritta come una "piattaforma bancaria", seguendo l'esempio dei modelli proposti dai nuovi entranti nel campo FinTech. Questi sviluppi sono catalizzati da fenomeni quali la globalizzazione e l'avanzamento digitale, e anche dalla normativa settoriale, che guida la metamorfosi di tali entità. Lo scopo è realizzare una trasformazione che posizioni al proprio nucleo i consumatori, sviluppando tecnologie che rendano più efficienti i processi e riducano i costi operativi. Queste innovazioni dovrebbero inoltre capitalizzare sulle informazioni disponibili e favorire l'integrazione con soggetti pronti a lanciare nuovi servizi e tecnologie all'avanguardia.

Uno studio effettuato dalla società KPMG³⁴ ha rilevato che il settore Fintech ha attraversato un periodo di rallentamento nel 2023, con gli investimenti totali che sono diminuiti notevolmente. Nonostante questo scenario generale negativo, la seconda metà dell'anno ha evidenziato una leggera ripresa, con un aumento degli investimenti da 55,5 a 58,2 miliardi di dollari.



Source: Pulse of Fintech H2 2023, KPMG.

³⁴ Analisi semestrale dei trend e degli investimenti nel settore Fintech a livello globale, H2 2023, KPMG.

Si prevede che gli investimenti in FinTech globali rimarranno contenuti anche nel primo trimestre del 2024 a causa del mercato ancora incerto, dei tassi di interesse elevati, dei conflitti in Ucraina e in Medio Oriente e delle difficoltà nel mercato delle uscite. Tuttavia, con lo stabilizzarsi e la progressiva riduzione dei tassi di interesse, gli investimenti potrebbero iniziare a riprendere vigore. Nel corso degli ultimi anni, il mercato FinTech ha subito significative trasformazioni. L'implementazione dell'intelligenza artificiale e della tecnologia AI generativa potrebbe essere il catalizzatore di una nuova ondata di innovazioni nel settore FinTech. Anche se gli investimenti sono stati contenuti negli ultimi mesi a causa delle condizioni di mercato, il prossimo anno potrebbe segnare un nuovo slancio per le aziende del settore FinTech³⁵.

2.2. ORIZZONTI DIGITALI: PROIEZIONI PER IL FUTURO DEL FINTECH

Il mercato FinTech in Italia si sta espandendo notevolmente, come evidenziato dal suo valore di oltre 880 milioni di euro e dalla presenza di più di 600 entità operative. Milano si distingue come *hub* centrale per il settore, ospitando più del 50% di queste imprese³⁶. Questa crescita è alimentata da una serie di innovazioni e tendenze che stanno rimodellando l'industria. L'*Open Banking* è uno dei fattori chiave di questa trasformazione. Basandosi sull'idea della condivisione dei dati finanziari dei clienti tra banche e terze parti, questo approccio sta favorendo la creazione di servizi finanziari più personalizzati e su misura. L'intelligenza artificiale è un altro motore di cambiamento. Il suo impiego nelle previsioni finanziarie, nell'automazione di compiti amministrativi e nel miglioramento dell'assistenza del cliente sta potenziando le capacità analitiche e operative delle aziende FinTech. I pagamenti mobili rappresentano una tendenza in forte ascesa che risponde alla richiesta di soluzioni di pagamento convenienti e sicure che possano essere eseguite facilmente via *smartphone*, arricchendo l'esperienza utente con funzionalità innovative. Le criptovalute stanno gradualmente diventando più *mainstream*, offrendo alternative agli strumenti finanziari tradizionali e portando alla creazione di

³⁵ *Pulse of Fintech, H2 2023, KPMG.*

³⁶ Osservatorio Fintech, 2023, PwC.

nuovi servizi di criptovaluta che includono funzioni come la gestione automatizzata del portafoglio. Il *cloud banking* sta emergendo come una soluzione per ridurre i costi operativi e aumentare l'efficienza, con le banche che spostano i loro servizi su piattaforme *cloud*. Infine, c'è un crescente riconoscimento dell'importanza della sostenibilità nel Fintech. Si sta osservando una maggiore enfasi sull'impatto ambientale, sociale ed etico delle operazioni finanziarie, con lo sviluppo di prodotti e servizi che rispettano i criteri ESG (*Environmental, Social, and Governance*).

La società McKinsey³⁷ proietta che questo slancio continuerà, prevedendo una crescita sostanziale del mercato, in particolare nell'ambito degli investimenti digitali, che si prevede raggiungeranno un valore di quasi 50 miliardi di dollari entro il 2027. La prospettiva per il settore FinTech è quindi estremamente positiva, con previsioni di ulteriore espansione e successo, offrendo ampie opportunità per le imprese innovative che entrano in questo settore dinamico.

2.3. PILASTRI DIGITALI: LE TECNOLOGIE CHE STANNO RIVOLUZIONANDO IL FINTECH

Il termine FinTech si identifica, come già riportato in precedenza, con l'integrazione di finanza e tecnologia avanzata, impiegata per ottimizzare i processi aziendali e l'erogazione di servizi finanziari. Il FinTech può manifestarsi sotto forma di applicazioni *software*, servizi o aziende che offrono soluzioni tecnologiche sofisticate per trasformare e migliorare le procedure finanziarie convenzionali.

Le innovazioni chiave nel dominio FinTech includono servizi come il *digital banking*, servizi di gestione degli investimenti automatizzati comunemente noti come *robo-advisor*, l'utilizzo della tecnologia *blockchain*, piattaforme di prestito *peer-to-peer* (P2P) e le piattaforme di *crowdfunding*. Questi sono alcuni dei servizi all'avanguardia generati dall'avanzamento del FinTech, i quali saranno esplorati più in dettaglio.

³⁷ McKinsey & Company, "*Fintechs: A new paradigm of growth*", Report October 24, 2023.

2.3.1. DIGITAL BANKING

Il *digital banking* sta attraversando una fase di rapido sviluppo, facilitando ai consumatori l'accesso e la gestione delle operazioni bancarie direttamente via internet o tramite *app* su *smartphone*. L'adozione dell'*online* e del *mobile banking* ha ricevuto un impulso decisivo in seguito all'emergenza globale legata alla pandemia, che ha significativamente rafforzato il ruolo e l'importanza di queste piattaforme digitali. Con la pandemia, è diventato comune per le banche ridurre l'orario di apertura al pubblico o chiudere le filiali, mentre i *call center* hanno affrontato notevoli sovraccarichi di lavoro. Non è dunque causale che, in tale periodo, un numero crescente di persone abbia iniziato a prediligere il *banking* digitale per le proprie necessità finanziarie.

Tra i benefici più apprezzati di questa transazione ci sono l'agilità, la facilità d'uso, il risparmio in termini di tempo e costi, e l'incremento dei livelli di protezione e sicurezza delle transazioni.

“Le banche possono fornire consulenza finanziaria personalizzata, strumenti dedicati al risparmio e alla programmazione di spese consistenti o persino assistenti virtuali, il tutto all'interno di un'applicazione”³⁸.

Le applicazioni del *digital banking* forniscono gli strumenti per eseguire transazioni bancarie quotidiane, inclusa la consultazione dei movimenti e dei saldi di conto, l'esecuzione di bonifici e il pagamento di bollettini e fatture. Uno dei principali vantaggi del *digital banking* è la possibilità di svolgere operazioni bancarie in qualsiasi momento e da qualsiasi luogo. Molte applicazioni consentono il deposito di assegni a distanza. Allo stesso modo, puoi versare denaro, controllare il tuo saldo e impostare notifiche che avvisino in caso di scoperto del conto, tutto senza la necessità di andare in filiale. In sostanza, il *digital banking* aiuta a ridurre il tempo e le risorse. In breve tempo, un'ampia utenza ha abbracciato il *banking digitale*, attratta dalla facilità d'uso e dalla praticità che questo offre: un fenomeno che ha guadagnato ulteriore slancio in seguito all'emergenza sanitaria mondiale del COVID-19. Con il mutamento delle aspettative dei consumatori scaturito dall'epidemia, è evidente che le piattaforme di *banking* digitale si trovano ora di

³⁸ M. WILLIAMSON, in Forbes advisor.

fronte ad ulteriori possibilità di crescita, incrementando la loro base di utenti grazie agli avanzamenti offerti dal settore FinTech. L'indirizzo verso il digitale nei servizi finanziari e assicurativi da parte dei principali attori del settore sta crescendo notevolmente.

Secondo l'interessante studio condotto dal Politecnico di Milano³⁹, una significativa quota di clienti italiani, il 66%, ricorre ai servizi finanziari digitali, mentre il 57% utilizza le soluzioni mobili. Questa tendenza, evidenziata durante il convegno sul futuro di *Fintech & Insurtech* nel 2023, segnala una diminuzione delle filiali fisiche a favore di una maggiore inclinazione verso le piattaforme digitali e mobile, con un incremento del 3% per il digitale e del 2% per il mobile rispetto al 2022.

Il "Compra Ora, Paga Dopo" (BNPL) emerge con tendenza predominante nel *digital banking* e nel Fintech, offrendo agli utenti la possibilità di dilazionare i pagamenti per acquisti fatti su piattaforme di *e-commerce*. Questo servizio, fornito da entità specializzate che operano a nome dei venditori, sia *online* che fisici, mira ad incrementare il tasso di conversione e il valore medio degli acquisti. Il BNPL riduce l'abbandono al carrello e migliora la lealtà del cliente, confermandosi come uno dei servizi Fintech in più rapida espansione⁴⁰.

Mentre le banche digitali stanno guadagnando terreno nel mercato finanziario, le istituzioni bancarie tradizionali devono valutare una serie di strategie per restare competitive. Oltre alle innovazioni tecnologiche come le applicazioni mobili, il *cloud computing* e l'analisi dei *big data*, è fondamentale che le banche tradizionali adottino un cambiamento nella loro cultura aziendale. Questo passaggio culturale è cruciale per il successo a lungo termine in un ambiente sempre più digitale.

2.3.2. ROBO-ADVISOR

Il fenomeno della consulenza automatizzata, nota come *robo-advisor*, ha preso velocemente piede utilizzando diverse denominazioni: *robo advice*, *robo advisign*, *robo investing* etc. Il termine "*robo-advisor*" si riferisce ad un ampio spettro di servizi

³⁹ Osservatorio Fintech & Insurtech del Politecnico di Milano, 2023.

⁴⁰ M. RISI, *What is Buy Now Pay Later (BNPL)*, eCommerce B2c, Innovative Payments, 2023.

finanziari automatizzati che utilizzano algoritmi avanzati e piattaforme digitali per offrire consulenza sugli investimenti. Questi sistemi sono progettati per elaborare, gestire, monitorare e, quando necessario, riequilibrare i portafogli di investimento per gli utenti, seguendo protocolli consultivi basati sulla tecnologia⁴¹.

La giustificazione dello sviluppo e della diffusione di questo fenomeno è rappresentato dall'intento di colmare il cosiddetto *gap* della consulenza, raggiungere quegli investitori che hanno un limitato accesso ai servizi di consulenza finanziaria sia per la disponibilità di un patrimonio inferiore alla soglia richiesta per accedere a consulenze personalizzate o dalla percezione che i costi di servizio siano troppo elevati.

La *value proposition* si concentra sull'offrire servizi di investimento digitali a basso costo, con la possibilità di personalizzare in base agli obiettivi finanziari del cliente e disponibili anche a chi presenta una capacità di investimento minore. Le recenti avanzate tecnologie hanno contribuito a ridurre significativamente i costi di produzione e distribuzione dei servizi di risparmio e investimento rispetto ai canali bancari convenzionali. Questo ha facilitato l'espansione del mercato finanziario, rendendo i servizi di gestione e accumulo del capitale accessibili anche a quei segmenti di clientela che precedentemente ne erano esclusi, favorendo così un processo di "Democratizzazione" nell'accesso ai servizi finanziari.

Il servizio proposto dai *robo-advisor* si distacca da quello delle consulenze finanziarie convenzionali, poiché queste ultime forniscono un'analisi più approfondita e personalizzata dei rischi e degli scopi degli investimenti, soprattutto per clienti con una formazione finanziaria di base meno solida. Rispetto ai consulenti tradizionali che favoriscono prodotti gestiti attivamente, i *robo-advisor* si orientano verso la gestione passiva. Le aziende di tecnologia finanziaria stanno vivendo una rapida espansione, e nel dominio dei consulenti automatizzati si sta spostando verso un modello di *business* B2B2C; questo cambio di direzione è motivato dalla ricerca di ampliare la base dei clienti e di capitalizzare su un numero maggiore di utenti finali per incrementare la portata commerciale⁴².

⁴¹ M. PARACAMPO, *Fintech, Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, 2021, G. GIAPPICHELLI, 2021.

⁴² Quaderno Fintech, *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*, Consob, 2019.

Nello studio del 2015 di A.T. Kearney sui servizi di *robo-advisory*, queste piattaforme sono identificate come facilitatori che propongono consulenze sugli investimenti automatizzate e economiche, accessibili via *web* o dispositivi mobili. Gli utenti che si registrano possono fornire i propri dati relativi al profilo di rischio e ricevere in cambio una selezione di portafogli di investimento personalizzati grazie all'uso di algoritmi. A differenza degli investimenti standard in fondi comuni o ETF, i *robo-advisor* offrono una maggiore personalizzazione e un monitoraggio costante del portafoglio, con la gestione e l'interazione che avvengono esclusivamente attraverso canali digitali.

All'interno della categoria del *robo-advice* si riscontrano tre diverse modalità di offerta del servizio di consulenza: il *robo-advice* cosiddetto puro, il *robo-advice* ibrido e quello gergalmente chiamato *robo4advisor*⁴³. Il modello del *robo-advice* puro si distingue per un processo interamente digitale, permettendo agli utenti di gestire autonomamente i loro investimenti. È rivolto a coloro che cercano una soluzione di consulenza finanziaria del tutto automatizzata e indipendente dalla consulenza personale. Questa metodologia rappresenta l'avanguardia nella consulenza finanziaria, spogliata di ogni diretta interazione. L'approccio del *robo-advice* ibrido integra l'interazione umana con le funzionalità digitali, attraverso diverse tappe del processo di consulenza. Mentre la piattaforma digitale gestisce la maggior parte delle operazioni, viene talvolta complementata da interazioni dirette con esperti, sia virtualmente che, per un livello di servizio superiore, attraverso incontri faccia a faccia con un consulente finanziario. Questo modello ibrido offre un equilibrio tra la convenienza digitale e il tocco personalizzato dell'assistenza professionale. Nel sistema noto come *robo4advisor*, il servizio è indirizzato a consulenti finanziari professionali anziché al pubblico degli investitori. Questi consulenti, a loro volta, impiegano le raccomandazioni ottenute per fornire consulenze finanziarie ai loro clienti. La decisione di optare per un consulente finanziario tradizionale piuttosto che per uno automatizzato si basa sulle preferenze personali del cliente e sulle specifiche necessità finanziarie che desidera affrontare.

⁴³ R.LENER, *Fintech: Diritto, Tecnologia e Finanza*, E. MINERVA BANCARIA, 2018.

2.3.3. BLOCKCHAIN

Quando si parla di *blockchain* si identifica espressamente, secondo la definizione tradizionale globale, “*un database aperto e distribuito in grado di registrare transazioni in modo efficiente, verificabile e permanente*”⁴⁴.

Si possono distinguere tre archetipi fondamentali di *blockchain*: la versione pubblica, caratterizzata dalla sua natura aperta che consente a qualunque individuo di parteciparvi e di eseguire transazioni dopo averne effettuato il *download*; il modello consorziato, che è costituito da una rete di nodi selezionati in anticipo, dove l’accessibilità può essere estesa a tutti i soggetti consorziati e in certi casi può prevedere restrizioni informative; la tipologia privata, che è sotto la giurisdizione esclusiva di un ente singolo, tipicamente impiegata per le finalità operative interne dell’ente in questione.

La tecnologia *blockchain* funge da base per la maggior parte delle criptovalute, creando un sistema robusto e sicuro attraverso la distribuzione di copie di un registro digitale su una rete di computer, ostacolando così gli attacchi informatici. Se le criptovalute sono l’uso prevalente attualmente, il potenziale della *blockchain* spazia molto più ampiamente. Contrariamente ai *database* tradizionali centralizzati, la *blockchain* si distingue per la sua struttura decentralizzata, registrando transazioni di criptovalute e titolarità di NFT, i *token* non fungibili, su un’ampia rete distribuita⁴⁵. In questo sistema di *blockchain*, un *software* verifica e incapsula nuovi dati in blocchi permanenti all’interno di un registro consultabile dai partecipanti della rete, assicurando la trasparenza e impedendo modifiche retroattive. Man mano che si verificano nuovi eventi, come transazioni, vengono aggiunti sequenzialmente nuovi blocchi, garantendo l’integrità cronologica delle informazioni e incrementando la sicurezza complessiva della rete.

La tecnologia *blockchain* si fonda su elementi distintivi. Innanzitutto, si basa su una struttura distribuita che aumenta la sicurezza e la resistenza del sistema. Inoltre, permette di seguire ogni movimento fino alla sua origine, assicurando una completa tracciabilità. L’adozione della *blockchain* elimina la necessità di intermediari di fiducia

⁴⁴ U. PIATTELLI, *La regolamentazione del Fintech: dai nuovi sistemi di pagamento all’intelligenza artificiale: aggiornato al D.L. 17 marzo 2023 c.d. “Decreto Fintech”*, GIAPPICHELLI, 2023.

⁴⁵ D. RODECK, *What is blockchain ?*, in Forbes advisor, 2023.

come i notai, grazie all'automazione garantita da codici crittografici che assicurano le operazioni. Questo contribuisce a mitigare il rischio di frodi e a ottimizzare i costi operativi. Data la sua capacità di automatizzare, di rendere trasparenti e verificabili le transazioni, nonché di potenziare l'efficienza della gestione dei costi, la *blockchain* si sta affermando come una tecnologia potenzialmente rivoluzionaria per una varietà di transazioni contrattuali e processi aziendali. La natura aperta del suo registro garantisce che le informazioni siano pubbliche e verificabili da chiunque. I dati registrati sono permanenti e non possono essere cambiati senza l'accordo collettivo. Infine, consente la creazione di contratti intelligenti che eseguono transazioni automaticamente quando si verificano condizioni predefinite.

Nella nostra analisi, si constata che la *blockchain* si presenta come un concetto estremamente complesso e articolato, che presenta sfide significative in termini di regolamentazione a causa dell'evoluzione dinamica dell'innovazione tecnologica e del suo rapporto con il diritto esistente. Nonostante il grande entusiasmo riguardo al suo potenziale disruptivo, è cruciale valutare con cautela come e quando inserire regolamentazioni, considerando che le soluzioni legislative tradizionali potrebbero non essere sempre adeguate o potrebbero risultare premature. La *blockchain* segna un'evoluzione cruciale nel modo in cui vengono gestiti e protetti i dati nel mondo digitale. Questa tecnologia, caratterizzata dalla sua natura decentralizzata e dalla capacità di rendere i dati permanenti e inalterabili, si pone come soluzione fondamentale verso un sistema di transazioni digitale più sicuro e trasparente. Attraverso la riduzione di costi operativi e l'eliminazione di intermediari, la *blockchain* non solo promette di rendere più efficienti i processi esistenti, ma anche di inaugurare un'era di innovazione trasversale a diverse industrie, aprendo la strada verso una rivoluzione digitale globale.

2.3.4. PEER-TO-PEER (P2P)

Il *peer-to-peer lending*, o *social lending*, è una forma di finanziamento alternativo che consente agli individui di prestare denaro direttamente ad altri senza l'intervento di intermediari finanziari. Questa pratica si realizza attraverso piattaforme digitali che funzionano come *marketplace*, collegando persone che dispongono di capitale extra con

quelle che necessitano di finanziamenti per esigenze personali o per sviluppare progetti. In questo modo, i partecipanti possono interagire direttamente, facilitando lo scambio di risorse finanziarie⁴⁶.

Per comprendere il funzionamento del credito *online* tramite piattaforme *peer-to-peer*, è utile esaminare il processo operativo. Inizialmente, sia individui che imprese possono registrarsi su una piattaforma *online* e richiedere un finanziamento. La piattaforma valuta la sostenibilità finanziaria del richiedente e, in base al suo *rating* creditizio, determina un tasso di interesse appropriato; tassi più elevati sono applicati ai *rating* più bassi. Se la richiesta viene approvata e l'offerta accettata, la piattaforma cataloga le informazioni del richiedente permettendo ai prestatori di selezionare le quote di finanziamento. Se la quantità di denaro richiesta viene raccolta entro il tempo stabilito, viene trasferita al richiedente tramite bonifico. In caso contrario, i fondi vengono restituiti ai prestatori.

La principale distinzione tra il *peer-to-peer lending* e il sistema bancario tradizionale risiede nella disintermediazione finanziaria. Diversamente dalle banche, i *marketplace* di prestiti *peer-to-peer* non utilizzano fondi propri, ma agiscono esclusivamente come facilitatori mettendo in contatto diretto chi necessita di un prestito detto mutuatario, con chi desidera investire, noto come investitore.

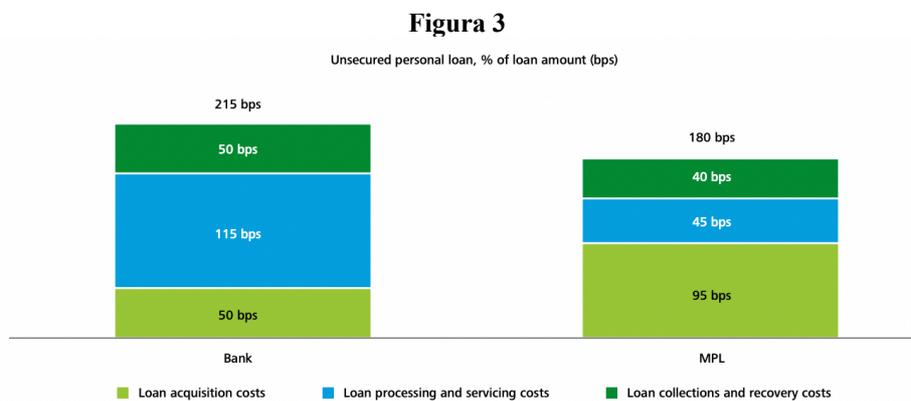
Il *social lending* si distingue dai metodi tradizionali di intermediazione bancaria anche per l'utilizzo di canali distributivi completamente digitali, che eliminano la necessità di sportelli fisici. Questa modalità permette di accelerare il processo di erogazione dei prestiti, ma può limitare le opportunità di consulenza diretta e di interazione personale tipiche del *front office* bancario. È rilevante notare che, per accedere a queste piattaforme di prestito *online*, è ancora necessario possedere o avere accesso a un conto bancario⁴⁷.

Il *peer-to-peer lending* è un'applicazione del *Web 2.0* che utilizza la rete internet come piattaforma principale di operatività. Proprio come qualsiasi tecnologia basata su internet, il *P2P lending* è esposto a rischi di sicurezza informatica. *Hacker* e utenti malintenzionati possono tentare attacchi per sottrarre dati identificativi o per

⁴⁶ Borsa Italiana, FTA Online News, Milano, 2022.

⁴⁷ M. PARACAMPO, *Fintech, Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, 2021, G. GIAPPICHELLI, 2021.

sovraccaricare i sistemi, mettendo a rischio la *privacy* e la protezione delle informazioni personali degli utenti. La salvaguardia di tali dati è fondamentale per mantenere la fiducia e l'integrità del servizio di prestito.



Source: Deloitte, 2016. *Market place lending. A temporary phenomenon?*

Il grafico presenta un confronto tra i costi operativi delle banche e quelli delle piattaforme di *marketplace lending*, in particolare nel contesto di prestiti personali non garantiti. Si evidenzia che le banche tendono a sostenere costi complessivi più elevati, mentre le piattaforme *peer-to-peer lending* mostrano costi inferiori per l'acquisizione dei prestiti, per il processo e il servizio del prestito, nonché per il recupero dei crediti. Questo dimostra come le piattaforme P2P siano più efficienti in termini di costi rispetto alle banche tradizionali. La Banca d'Italia riconosce diversi vantaggi derivanti dall'utilizzo del *peer-to-peer lending*. Questo modello finanziario contribuisce innanzitutto ad una significativa riduzione dei costi associati all'intermediazione finanziaria. Inoltre, fornisce l'opportunità sia alle famiglie che agli investitori istituzionali di diversificare ampiamente i loro portafogli d'investimento. Un altro aspetto positivo è che il P2P *lending* favorisce la solidità finanziaria di individui e PMI, poiché offre l'accesso al credito direttamente *online*, diminuendo la loro dipendenza dai prestiti erogati dalle banche⁴⁸.

La regolamentazione del *peer-to-peer lending* prevede un insieme di norme e direttive che le piattaforme devono seguire per operare legalmente. Queste normative si concentrano sulla trasparenza finanziaria, protezione dei consumatori e sicurezza dei dati.

⁴⁸ S. CARDILLO, A. ILARI, S. MAGRI, G. MEUCCI, M. MOSCATELLI, D. RUZZI, *Le piattaforme Fintech di prestito e di raccolta di finanziamenti nel mondo e in Italia*, in Banca d'Italia, 2022.

Gli enti regolatori impongono alle piattaforme P2P di adottare misure per proteggere gli utenti da rischi come il furto d'identità e le frodi, oltre a garantire che le informazioni siano gestite con la massima riservatezza. Le autorità normative mettono l'accento sull'importanza di pratiche trasparenti che includano la chiara divulgazione di termini, rischi e costi associati ai prestiti. Inoltre, richiedono che le piattaforme adottino misure anti-riciclaggio e di verifica dell'identità per prevenire il finanziamento di attività illecite. Con la crescente popolarità del P2P *lending*, le autorità di vigilanza sono sempre più impegnate a sviluppare regimi regolamentari che siano equi per tutte le parti coinvolte e che al contempo incoraggino l'innovazione responsabile nel settore finanziario⁴⁹.

2.3.5. CROWDFUNDING

Il *crowdfunding* è definito come un metodo di finanziamento collettivo tramite il quale molteplici individui contribuiscono economicamente, anche con piccoli importi, a sostegno di progetti imprenditoriali o altre iniziative. Questo avviene attraverso l'uso di piattaforme *online*, dove i finanziatori possono ricevere delle ricompense per il loro supporto. La terminologia del "*crowdfunding*" si riferisce al processo attraverso il quale un gruppo di persone, comunemente indicato come "folla" o "*crowd*", contribuisce finanziariamente a un progetto. Questi contributi, spesso di piccola entità, sono raccolti tramite siti *internet* specializzati, noti come "piattaforme" o "portali". Le persone che partecipano al finanziamento di tali progetti possono, a volte, ricevere delle ricompense in cambio del loro sostegno finanziario⁵⁰.

Optare per il finanziamento tramite *crowdfunding* presenta diversi benefici. Uno dei principali è il minimo rischio finanziario: avviare una campagna *crowdfunding* comporta pochi rischi iniziali. A differenza del tradizionale ambiente imprenditoriale, dove un fallimento può significare la perdita di tutti i capitali investiti, nel *crowdfunding*, se la campagna non raggiunge l'obiettivo prefissato, non si ricevono fondi e le uniche perdite sono quelle legate al tempo e alle risorse impiegate nella preparazione della campagna stessa. Al contrario di banche e investitori privati, alcuni portali di

⁴⁹ R. DE LUCA, N. LUCIDO, *Il peer to peer lending: aspetti operativi e opportunità per aziende e investitori*, Fondazione Nazionale dei Commercialisti, 2019.

⁵⁰ Consob, Autorità italiana per la vigilanza dei mercati finanziari.

crowdfunding, specialmente quelli meno congestionati, offrono la possibilità di modificare la strategia e tentare nuovamente il finanziamento se il primo tentativo non va a buon fine.

Il *real-estate crowdfunding* sta guadagnando popolarità come un ramo del *crowdinvesting*, che consente agli investitori privati di finanziare progetti nel settore residenziale o commerciale, ricevendo una remunerazione del capitale investito. Tale forma di investimento riduce le barriere economiche tradizionali, permettendo partecipazioni anche con somme limitate e offrendo maggiore diversificazione. Gli investitori possono selezionare direttamente i progetti in cui investire, a differenza dei fondi di investimento immobiliari tradizionali, che offrono minor controllo sulle decisioni di *asset allocation*.

In molti paesi, il *crowdfunding* non è regolamentato specificamente, rientrando in normative generali esistenti. Tuttavia, l'Italia si distingue come il primo paese europeo a implementare una legislazione specifica per *l'equity crowdfunding*⁵¹, focalizzata soprattutto nelle *start-up* innovative. Questa normativa è stata introdotta con il decreto legge n. 179/2012, noto come "Decreto crescita bis", che mira a stimolare la crescita economica facilitando l'accesso ai finanziamenti per le piccole imprese innovative tramite internet. La Consob ha il compito di regolamentare dettagliatamente questo ambito, con regolamenti adottati per garantire un ambiente di investimento sicuro e affidabile. Il quadro regolatorio per le piattaforme di *crowdfunding* varia significativamente a seconda del ruolo degli intermediari nei settori del risparmio, del credito e degli investimenti. Le normative nazionali differiscono all'interno dell'Unione Europea in termini di attività autorizzate e requisiti di licenza. A livello globale, il *Financial Stability Board* mette in evidenza la necessità di sorvegliare attentamente le innovazioni tecnologiche del settore finanziario. Indipendentemente dai vari regimi normativi a cui sono soggette, la *ratio* dietro la regolamentazione delle piattaforme di *crowdfunding* è fondamentale. La *ratio* comprende garantire la stabilità del sistema finanziario, proteggere gli investitori e i loro risparmi, e ridurre le asimmetrie informative.

⁵¹ Nell'*equity crowdfunding* gli investitori acquistano quote di capitale dell'impresa, diventando così soci effettivi e assumendosi il rischio di perdere l'investimento in caso di fallimento del progetto.

Quest'ultima è particolarmente resa possibile grazie ai progressi della digitalizzazione, che facilita la trasparenza e l'accesso alle informazioni⁵².

2.4. PACCHETTO NORMATIVO FINTECH: CONSIDERAZIONI GENERALI

Nel corso della XIX legislatura, l'Unione Europea ha approvato tre nuovi regolamenti come parte del “*Digital Finance Package*”, che è stato inizialmente proposto dalla Commissione Europea nel settembre 2020. Il pacchetto include due comunicazioni strategiche riguardanti la finanza digitale e i pagamenti al dettaglio, nonché tre regolamenti che si concentrano su argomenti specifici: cripto-attività, un quadro sperimentale per le infrastrutture di mercato che utilizzano la tecnologia dei registri distribuiti (DLT) e resilienza operativa digitale per il settore finanziario (DORA – *Digital Operation Resilience*)⁵³. Il regolamento UE 2023/1113 del 31 maggio 2023 sui mercati delle cripto-attività (*Markets in Crypto Assets Regulation*, o MiCAR) è stato creato per regolare gli emittenti, gli offerenti e i prestatori di servizi relativi alle cripto-attività, comprese le piattaforme di scambio e i fornitori di portafogli elettronici in cui sono conservate le cripto-attività. Sono previste alcune eccezioni, sia soggettive che oggettive. Le eccezioni soggettive includono entità istituzionali come le banche centrali e la BCE, che fungono da autorità monetarie o di altre autorità pubbliche degli Stati membri, e la Banca Europea per gli investimenti (BEI). Le eccezioni oggettive includono cripto-attività, che includono, tra l'altro, strumenti finanziari, depositi, fondi e prodotti pensionistici⁵⁴. L'obiettivo del provvedimento è creare un quadro normativo chiaro che promuova l'innovazione e la concorrenza leale, garantendo al contempo un elevato livello di protezione dei detentori al dettaglio e l'integrità dei mercati delle cripto-attività. A tal fine, i regolamenti si basano sulla trasparenza delle informazioni, imponendo agli

⁵² L. CIPRIANI, *Brevi note in tema di marketplace lending alla luce del nuovo regolamento europeo in materia di crowdfunding*, Vol. 9-Num. 2, 2020.

⁵³ Fintech, Banche e mercati finanziari, Parlamento Italiano, 2024.

⁵⁴ *Regolamento (UE) 2023/1113 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 31 maggio 2023, riguardante i dati informativi che accompagnano i trasferimenti di fondi e determinate cripto-attività e che modifica la direttiva (UE) 2015/849.*

emittenti di pubblicare documenti, noti anche come *White Paper*, per informare il pubblico su: soggetto responsabile, diritti e obblighi dell'utente, tecnologia utilizzata per il trasferimento delle attività criptografiche e rischi associati.

Il 30 maggio 2022, il Regolamento UE n. 2022/858 ha aperto un programma sperimentale per le piattaforme di mercato che utilizzano la tecnologia dei registri distribuiti (DLT), anche nota come *blockchain*. Questo progetto è stato sviluppato con più obiettivi:

- a) sostenere lo sviluppo di attività relative alle cripto-attività e alla tecnologia di distribuzione distribuita di *token*;
- b) garantire la protezione degli investitori e la stabilità e l'integrità dei mercati finanziari attraverso la trasparenza e la prevenzione dell'evasione delle norme;
- c) consentire all'Autorità Europea degli Strumenti Finanziari e dei Mercati (ESMA) e ad altri enti regolatori di acquisire conoscenze dirette sui benefici e sui pericoli associati alle cripto-attività classificate come strumenti finanziari e alla tecnologia DLT che le accompagna;
- d) apportare modifiche specifiche alle leggi dell'Unione europea riguardanti l'emissione, la custodia, la gestione, il commercio e il regolamento degli strumenti finanziari basati su distribuzione diretta (DLT).

Il regolamento stabilisce i requisiti specifici per l'accesso e la negoziazione di strumenti finanziari sulle piattaforme DLT, nonché le regole per l'ottenimento e la revoca delle licenze operative su tali infrastrutture, nonché le esenzioni applicabili. Il Regolamento UE 2022/2554 del 14 dicembre 2022, relativo alla resilienza operativa digitale per il settore finanziario, stabilisce standard per proteggere i sistemi informatici. La capacità di un'entità finanziaria di stabilire, garantire e riesaminare costantemente la propria integrità e affidabilità operativa, garantendo la sicurezza dei sistemi informatici è definita come "*resilienza operativa digitale*"⁵⁵ dal provvedimento. Il regolamento offre una nuova piattaforma di sorveglianza sui fornitori di servizi e promuove la comunicazione tra gli operatori. Al riguardo, le autorità di vigilanza europee di settore (EBA, EIOPA, ESMA) sono responsabili di determinare l'autorità di sorveglianza principale di ciascun fornitore di servizi in base alle attività effettuate.

⁵⁵ Regolamento (UE) 2022/2554 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2022 relativo alla resilienza operativa digitale per il settore finanziario che modifica i regolamenti (CE) n. 1060/2009, (UE) n. 648/2012, (UE) n. 600/2014, (UE) n. 909/2014 e (UE) 2016/1011.

2.4.1. IL DECRETO-LEGGE N. 25/2023 E LA REGOLAMENTAZIONE DEI TITOLI FINANZIARI DIGITALIZZATI

Il “decreto *Fintech*” del 17 marzo 2023 introduce misure urgenti per l’emissione e la circolazione di “strumenti finanziari digitali” e semplifica l’esplorazione nel campo Fintech⁵⁶. Il decreto FinTech è stato introdotto come misura urgente per aggiornare rapidamente il quadro normativo italiano in conformità con il regolamento europeo (UE) 2022/858, noto come “*DLT Pilot Regime*”. Questo regolamento, entrato in vigore il 23 marzo 2023, stabilisce un regime sperimentale europeo per le infrastrutture di mercato che utilizzano la tecnologia *Distributed Ledger* (DLT)⁵⁷. Il governo italiano ha agito prontamente con un decreto d’urgenza per prevenire che gli operatori di mercato nazionali si trovassero in una posizione di svantaggio competitivo rispetto agli operatori degli altri Stati membri. Tale svantaggio sarebbe derivato dall’assenza di una normativa che consentisse la *tokenizzazione* degli strumenti finanziari in Italia.

Il decreto FinTech ha portato con sé una definizione legislativa cruciale, quella di “strumento finanziario digitale”, come stabilito dal regime del *DLT Pilot* a livello di Unione Europea, che ha introdotto modifiche alla direttiva nota come MiFID II del 2014/65/UE. Questa definizione è stata integrata nell’articolo 1, comma 2, e nell’Allegato I del Testo Unico della Finanza (Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58) a seguito delle revisioni apportate dal decreto FinTech. Nel dettaglio, la categoria di “strumento finanziario digitale” include tutte quelle tipologie di beni che possono essere trasformati in *token* digitali e, utilizzando la tecnologia DLT, possono essere commercializzati e scambiati su un registro distribuito. Il decreto-legge specifica le procedure per l’emissione e il trasferimento di strumenti finanziari digitali, nonché per la tenuta dei registri di circolazione digitale gestiti da una serie di entità, tra cui gli emittenti stessi, i responsabili dei registri designati, la Banca d’Italia, il Ministero dell’Economia e delle Finanze e altri

⁵⁶ M. CARMIGLIANI, *Decreto Fintech: novità e semplificazioni per gli strumenti finanziari digitali*, Network Digital 360, 2023.

⁵⁷ La tecnologia *Distributed Ledger* rappresenta un metodo sofisticato per documentare e condividere dati, distribuendo e allineando le transazioni attraverso diverse località, nazioni o entità. Questo sistema è progettato per espandere e sincronizzare le informazioni in modo decentralizzato, eliminando la necessità di un’authority centrale.

soggetti indicati dalla CONSOB. Viene quindi stabilito un minimo standard per i registri digitali e la scritturazione dei titoli, come il diritto di votare in assemblea e pagare i dividendi. Inoltre, il decreto prevede limitazioni per gli strumenti finanziari digitali e regole per i libri sociali e le informazioni pubbliche sull'emissione di titoli; definisce anche i confini della sorveglianza sugli operatori del mercato e disciplina l'accesso agli strumenti finanziari digitali.

La conformità agli obblighi e ai requisiti stabiliti dal decreto è garantita dalle autorità di vigilanza CONSOB e Banca d'Italia, con la CONSOB in particolare incaricata di emanare le disposizioni attuative e di gestire un elenco provvisorio dei responsabili del registro. Il decreto prevede anche punizioni per la non conformità. Secondo le indicazioni del DLT *Pilot Regime*, il decreto FinTech prevede anche l'istituzione di un *framework* legislativo per le piattaforme di negoziazione e gestione degli strumenti finanziari digitali, quali sistemi multilaterali di negoziazione (MTF) DLT, sistemi di regolamento (SS) DLT, e sistemi integrati di negoziazione e regolamento (TSS) DLT. Il decreto specifica che le entità che aspirano ad operare una struttura DLT necessitano un'autorizzazione da parte della CONSOB o della Banca d'Italia, variando in base alle caratteristiche del richiedente e al tipo di struttura. Queste entità devono inoltre aderire a rigorosi standard e requisiti relativi alla *governance*, trasparenza, integrità del mercato, controllo e protezione degli investitori, sotto la supervisione continua della CONSOB e della Banca d'Italia. Il decreto FinTech segna un avanzamento significativo per il settore finanziario in Italia, stimolando l'innovazione e la digitalizzazione del mercato e facilitando l'accesso al credito per le aziende e investitori.

2.4.2. L'EURO DIGITALE

La Banca Centrale Europea (BCE) ha proposto il “*digital euro*” per introdurre una moneta digitale ufficiale nella zona euro. Questa valuta digitale serve a fornire un'alternativa efficiente e sicura alle monete e banconote tradizionali, non a sostituirle. L'ascesa delle criptovalute e la crescente digitalizzazione delle economie globali hanno spinto l'idea di un euro digitale. Un euro digitale è un tipo di contante digitale: una piattaforma di pagamento al dettaglio gestita dalla Banca Centrale Europea. In quanto moneta pubblica, sarebbe accessibile a tutti nell'area dell'euro con qualsiasi tipo di pagamento digitale. Un

euro digitale sarebbe un'evoluzione naturale della moneta unica in una società sempre più digitalizzata⁵⁸.

Il 28 giugno 2023 la Commissione europea ha proposto la creazione di un euro digitale in risposta alla crescente digitalizzazione dell'economia e al calo dell'uso di denaro contante a favore dei pagamenti digitali. Questa mossa sottolinea la necessità di un'alternativa digitale autorizzata dalla Banca Centrale Europea, legalmente riconosciuta e accessibile sia per transazioni *online* che *offline*, mantenendo l'equilibrio tra valute centrali e alternative digitali private. Inoltre, la proposta protegge la *privacy* delle transazioni in contanti. Nell'ottobre del 2020, la Banca Centrale Europea ha pubblicato un rapporto sull'euro digitale per esaminare la possibilità di emissione da parte dell'Eurosistema di una valuta digitale di banca centrale, nota anche come euro digitale. La decisione di avviare il progetto è durato da ottobre 2021 a ottobre 2023. In questo periodo, la BCE ha lavorato in stretta collaborazione con i responsabili politici dell'UE e i partecipanti al mercato per esaminare modelli di distribuzione e opzioni di progettazione. La fase di preparazione è iniziata nel novembre 2023 sulla base delle scoperte⁵⁹. Il 18 ottobre 2023 l'inizio della fase preparatoria del progetto, iniziata il primo novembre 2023 la quale durerà due anni. In questo periodo, verranno redatte le regole per l'euro digitale, verranno scelti i fornitori per la piattaforma e l'infrastruttura tecnologica, e verranno condotti test per garantire che la valuta soddisfi le esigenze di usabilità, *privacy*, inclusione finanziaria e sostenibilità ambientale degli utenti dell'Eurosistema. Al termine di questa fase, il Consiglio direttivo prenderà la decisione se procedere con l'emissione e l'introduzione dell'euro digitale.

L'adozione di un euro digitale presenta vantaggi ma anche alcuni timori. Una delle questioni più difficili riguarda la *privacy* e la possibilità di monitoraggio, poiché l'euro digitale consentirebbe un'accurata supervisione di tutte le transazioni. Anche se vengono garantiti alti livelli di sicurezza dei dati, ciò potrebbe minare la *privacy* personale. Le ripercussioni sul sistema bancario convenzionale è un ulteriore inconveniente significativo. La disintermediazione potrebbe restringere la capacità delle banche di fornire prestiti, impattando negativamente sul finanziamento dell'economia materiale. Per di più, l'euro digitale potrebbe trasformarsi in un obiettivo principale per gli attacchi

⁵⁸ Banca Centrale Europea, Euro digitale, 2024.

⁵⁹ European Central Bank, *A stockage on the digital euro, Summary report on the investigation phase and outlook on the next phase*, 18 ottobre 2023.

informatici, elevando i pericoli per la sicurezza dell'intero sistema finanziario. Nonostante i potenziali svantaggi, l'adozione dell'euro digitale costituisce un avanzamento significativo per il nostro sistema finanziario. Questa innovazione permette una modernizzazione delle infrastrutture di pagamento e una risposta adeguata alle crescenti richieste di un'economia progressivamente digitalizzata, facilitando così un aumento dell'efficienza e dell'inclusione finanziaria.

2.4.3. LA REGULATORY SANDBOX

Il Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze 30 aprile 2021, n. 100, che implementa la delega del Decreto-Legge 30 aprile 2019, n.34, c.d. "Decreto Crescita", definisce la "Disciplina del Comitato e della sperimentazione Fintech", che include la "sandbox regolamentare" delle attività FinTech svolte dalle autorità di vigilanza⁶⁰. La *sandbox* regolamentare è uno spazio controllato in cui enti regolatori e operatori nel campo della Fintech possono testare, per un periodo limitato, prodotti e servizi innovativi nel settore bancario, finanziario e assicurativo. Questi test sono condotti sotto la supervisione continua delle autorità regolatorie (Banca d'Italia, CONSOB e IVASS) e possono godere di un regime temporaneo semplificato.

Il Comitato Fintech è istituito dal Ministero dell'economia e delle finanze per stabilire gli obiettivi, definire programmi e implementare azioni per promuovere lo sviluppo della tecnofinanza, anche in collaborazione con soggetti esteri. Il regolamento prevede anche la formulazione di proposte normative e l'assistenza agli operatori del settore a interagire con istituzioni e autorità. Gli attori del settore FinTech hanno recentemente avviato una fase sperimentale per promuovere l'innovazione in servizi e prodotti nei settori finanziario, creditizio, assicurativo e dei mercati regolamentati utilizzando tecnologie avanzate come l'intelligenza artificiale e la tecnologia dei registri distribuiti (DLT). Gli operatori FinTech devono presentare alle autorità di vigilanza progetti che includano prodotti, servizi o processi innovativi sia in uno stato avanzato di sviluppo che economicamente sostenibili. Inoltre, questi progetti dovrebbero migliorare l'efficienza del mercato o offrire benefici concreti agli utenti finali. Gli attori del settore

⁶⁰ Banca d'Italia, *Sandbox regolamentare*.

FinTech hanno la possibilità di testare le loro soluzioni innovative utilizzando la *sandbox* regolamentare mantenendo un dialogo con le autorità di vigilanza, che a loro volta possono monitorare le evoluzioni tecnologiche e determinare le misure normative più adatte per promuovere il progresso del settore e limitare i rischi. Gli operatori possono iniziare il processo con un incontro informale tramite un modulo e-mail specifico con la Banca d'Italia per ottenere chiarimenti preliminari sulla procedura di ammissione e per determinare l'autorità di vigilanza appropriata per il loro progetto. Per assicurarsi che tutte le domande siano complete e conformi alle normative vigenti prima di procedere con la sottomissione formale, questo passaggio è di fondamentale importanza. Le richieste devono rispettare criteri specifici di ammissibilità e sono valutate attentamente dalle autorità di vigilanza. Se un progetto coinvolge più autorità, è essenziale ottenere l'approvazione da parte di tutte per poter procedere.

Una volta accettato un progetto nella *sandbox*, si avvia una fase di sperimentazione che può estendersi fino a 18 mesi, con la possibilità di prolungamenti se si rendono necessari. In questo lasso di tempo, le autorità regolatrici supervisionano costantemente il progresso e valutano l'efficacia e la sicurezza del prodotto o servizio in esame. Questo periodo rappresenta un'occasione per gli operatori di perfezionare le loro innovazioni, mantenendosi al contempo in linea con le normative vigenti nel settore. Al completamento della fase di sperimentazione, i partecipanti sono tenuti a presentare alle autorità regolatrici un rapporto dettagliato sulle attività effettuate e sui risultati ottenuti. Devono inoltre comunicare al pubblico la conclusione dei loro test. Questo rapporto consente alle autorità di valutare se sono necessarie ulteriori modifiche alle norme o precisazioni per facilitare l'incorporazione delle nuove tecnologie nel sistema finanziario regolamentato.

In Italia, il *sandbox* non solo favorisce le *startup* ma anche gli investitori, i quali sono maggiormente propensi a finanziare iniziative FinTech grazie ad un ambiente normativo più snello, che riduce la burocrazia, e regolamentato, che diminuisce l'incertezza legale, fattori entrambi cruciali per gli investimenti. In questo ambiente, le *startup* hanno anche la possibilità di attirare importanti attori del settore, come le banche, per le quali l'innovazione nel campo FinTech è essenziale per rimanere competitivi e sopravvivere al mercato.

3. LA REGOLAZIONE DEL MERCATO DELLE CRIPTO-ATTIVITÀ

Il 9 giugno 2023 viene pubblicato nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione il Regolamento (UE) 2023/1114 del Parlamento Europeo del Consiglio del 31 maggio 2023 relativo ai mercati delle cripto-attività, Regolamento noto come MiCAR “*Market in Crypto Asset Regulation*”⁶¹.

Le cripto-attività sono forme digitali di valore o diritti che possono offrire notevoli vantaggi agli utenti, inclusi gli investitori al dettaglio. Queste rappresentano valore in modo non intrinseco, il che significa che il loro valore è assegnato soggettivamente dai partecipanti al mercato, basandosi unicamente sull'interesse dell'acquirente. Questo tipo di attività può facilitare la raccolta di capitali e intensificare la concorrenza, offrendo un metodo innovativo e accessibile per finanziare anche le piccole e medie imprese. Come metodo di pagamento, le cripto-attività possono ridurre i costi e aumentare la velocità ed efficienza dei pagamenti, soprattutto in ambito internazionale, riducendo il bisogno di intermediari.

Il cammino verso la ratifica di questa normativa si è distinto per la sua complessità e durata, incontrando ostacoli non solo legati alla pandemia, ma anche alla sfida di conciliare diverse visioni in un contesto delicato e di vasta portata. Questo *iter* legislativo si è svolto tra negoziazioni intense, al fine di giungere a un consenso equilibrato su questioni che toccano molteplici settori regolamentati dalla legislazione dell'Unione, inclusi, ma non limitati a, quelli concernenti gli strumenti e i prodotti finanziari.

Il Regolamento MiCA si inserisce nel contesto delle politiche di digitalizzazione dell'Unione Europea e mira a raggiungere vari scopi fondamentali. In primo luogo, punta a stabilire un contesto normativo chiaro e robusto che delinei con precisione come le cripto-attività, finora non regolate, debbano inserirsi all'interno dell'attuale panorama legislativo finanziario. Il legislatore ha anche l'intenzione di garantire che le nuove regolamentazioni non siano d'impedimento al progresso tecnologico e alla concorrenza equa, incentivando così l'innovazione del settore. Si vuole altresì assicurare la protezione

⁶¹ M. NICOTRA, F. SARZANA, S. IPPOLITO, M. SIMBULA, *Il MiCAR*, Guida al Regolamento Europeo sui mercati delle cripto, GIUFFRÈ FRANCIS LEFEBVRE, 2023.

degli investitori e preservare l'integrità dei mercati, soprattutto considerando che numerose cripto-attività, seppur non regolate, possono comportare rischi comparabili a quelli degli strumenti finanziari convenzionali. Infine, il Regolamento è volto a sostenere la stabilità finanziaria, in considerazione del fatto che certi *asset* cripto possono rappresentare un pericolo sistemico potenziale. Questi obiettivi sono parte integrante dell'ambizione più ampia dell'UE di guidare e modellare il futuro digitale nel rispetto della sicurezza e dell'equità.

Il Regolamento include delle disposizioni specifiche rivolte ai fornitori di servizi di cripto-attività per garantire un adeguato livello di protezione dei consumatori e degli investitori all'interno del mercato delle criptovalute. L'applicazione del Regolamento MiCA comprende varie attività tra cui la gestione di una piattaforma di negoziazione di cripto-attività, la custodia e l'amministrazione di cripto-attività per conto di terzi, lo scambio di cripto-attività, l'esecuzione di ordini di cripto-attività, il collocamento e la gestione del portafoglio di cripto-attività. Articoli specifici del Regolamento prevedono dei requisiti autorizzativi, prudenziali e di governance per i CASP⁶². I CASPs (*Crypto-Asset Service Providers*) sono i prestatori di servizi per le cripto-attività, cioè degli intermediari che operano in questo settore⁶³. Il MiCAR serve anche per colmare alcune lacune presenti nel diritto dell'Unione Europea.

Le cripto-attività devono essere regolamentate, come già spiegato, per:

- a) promuovere l'entrata di tecnologie trasformative nel settore finanziario;
- b) proteggere gli investitori;
- c) assicurare l'integrità del mercato e la stabilità finanziaria che possono essere conseguenza di tali attività.

L'obiettivo principale è quello di assicurare un ambiente sicuro e affidabile per i possessori di cripto-attività e i clienti che utilizzano tali servizi, istituendo meccanismi di controllo per evitare pratiche fraudolente, come il commercio basato su informazioni

⁶² I. KOKORIN, *The anatomy of crypto failures and investor protection under MiCAR*, Hazelhoff Research Paper Series No. 15, 2023.

⁶³ G. ANSIDERI, Lener & Partners, *CASPs: procedura autorizzativa e requisiti prudenziali nel MiCAR*, DB, 2023.

privilegiate e la manipolazione di mercato. Queste norme puntano a creare un sistema finanziario digitale più stabile e sicuro all'interno del mercato unico europeo⁶⁴.

La mancanza di una regolamentazione uniforme per le cripto-attività nell'Unione Europea può erodere la fiducia degli utenti e ostacolare lo sviluppo del mercato, precludendo opportunità in ambiti quali servizi digitali innovativi e nuove forme di finanziamento. Le imprese che operano con cripto-attività incontrano incertezze legali su come queste verranno gestite nei diversi Stati membri, il che può rallentare l'innovazione digitale. Inoltre, l'assenza di un quadro normativo comune potrebbe creare disparità che alterano la concorrenza e complicano l'espansione transfrontaliera dei servizi di cripto-attività. Nonostante il mercato delle cripto-attività non sia attualmente una minaccia per la stabilità finanziaria, un futuro aumento dell'adozione di cripto-attività stabilizzate potrebbe sollevare sfide significative per la stabilità finanziaria e la politica monetaria.

Il regolamento in questione stabilisce che non dovrebbe essere applicato alle cripto-attività uniche e non fungibili, poiché il loro valore è intrinsecamente legato alle caratteristiche uniche di ciascun *token* e alle funzionalità uniche che offre al possessore. Questo include anche cripto-attività che fungono da beni materiali o servizi unici e non fungibili, come garanzie di beni o beni immobili. L'unicità e la non fungibilità di queste cripto-attività le rendono meno utili come strumenti finanziari e limitano i rischi per i possessori e il sistema finanziario. Di conseguenza, sono escluse dal regolamento.

Il Regolamento chiarisce che le frazioni di una cripto-attività unica e non fungibile non dovrebbero essere considerate come tali. Solo le cripto-attività che rappresentano effettivamente elementi unici e non replicabili possono essere escluse. Allo stesso tempo, specifica che le cripto-attività che possono sembrare uniche ma che, per le loro caratteristiche o utilizzo effettivo, sono fungibili, non dovrebbero essere esentate. Le autorità competenti dovrebbero quindi adottare un approccio basato più sulla sostanza che sulla forma nella classificazione delle cripto-attività.

Il presente Regolamento classifica le cripto-attività in tre categorie principali, basate sui rischi associati e su come cercano di stabilizzare il loro valore rispetto ad altre attività:

- a) *Token* di moneta elettronica: mirano a stabilizzare il loro valore riferendosi a una singola valuta ufficiale e funzionano in modo simile alla moneta elettronica definita dalla direttiva 2009/110/CE, utilizzate per effettuare pagamenti;

⁶⁴ Regolamento (UE) 2023/1114 sui mercati delle cripto-attività, EUR-Lex.

- b) *Token* collegati ad attività: stabilizzano il loro valore facendo riferimento a un valore o diritto, o una combinazione di questi, inclusi una o più valute ufficiali. In questa categoria sono inserite tutte le cripto-attività che non sono *token* di moneta elettronica;
- c) Altri tipi di cripto-attività: comprende cripto-attività che non rientrano nelle prime due categorie, inclusi gli *utility token*, e rappresenta una gamma variegata di cripto-attività.

Secondo il MiCAR, le cripto-attività sono definite come “*rappresentazione digitali di valori o diritti, trasferibili e archiviabili elettronicamente, utilizzando tecnologie di registro distribuito o simili*” (art. 3, comma 1, n. 5). Il MiCAR lascia fuori dal campo di applicazione le cripto-attività che si qualificano come strumenti finanziari, depositi, e prodotti assicurativi, sia di vita che non, nonché altri prodotti pensionistici e posizioni in cartolarizzazioni, a prescindere dalla tecnologia impiegata. Nonostante il regolamento non si occupi di queste attività che sono strumenti finanziari, la normativa evidenzia la questione della loro “finanziarietà”, data la loro propensione alla circolazione e all’investimento.

Il MiCAR stabilisce linee guida stringenti per la protezione degli investitori, richiedendo la redazione e la pubblicazione di un *White Paper* dettagliato per ogni offerta pubblica di cripto-attività. Questo documento informativo deve includere informazioni complete sull’emittente, il progetto finanziario, la tecnologia impiegata, i diritti associati alle cripto-attività e i rischi connessi, escludendo però i rischi ritenuti improbabili. Le informazioni devono essere corrette, chiare e non fuorvianti, e i materiali promozionali devono essere coerenti con il contenuto del *White Paper*. Alcune offerte di cripto-attività sono esentate da queste norme, come quelle offerte gratuitamente o come ricompensa in *blockchain*, o quelle di *utility token* che permettono l’accesso a beni o servizi già esistenti e non destinati alla negoziazione in mercati aperti. Le piattaforme di negoziazione devono garantire il rispetto di questi requisiti, e le autorità competenti hanno il potere di richiedere modifiche al *White Paper* e di intervenire in caso di comunicazioni ingannevoli. Il Regolamento MiCA mira a garantire trasparenza e sicurezza nell’ambito delle offerte pubbliche di cripto-attività proteggendo gli investitori da pratiche ingannevoli e assicurando un monitoraggio efficace da parte delle autorità competenti.

Il regolamento in questione stabilisce un quadro normativo rigido per le cripto-attività all’interno dell’Unione Europea, focalizzandosi sulla necessità di una supervisione

efficace e coerente, che impedisca l'elusione della vigilanza. Secondo il regolamento, i servizi di cripto-attività possono essere forniti solo da entità giuridiche con sede legale nell'UE, che svolgono attività commerciali sostanziali, garantendo una supervisione diretta e regolare. Questo approccio si estende anche alle imprese non giuridiche, come i partenariati, a condizioni specifiche.

Le autorità hanno il potere di autorizzare, controllare e, se necessario, revocare licenze ai fornitori di servizi di cripto-attività, con l'autorizzazione valida in tutto il blocco comunitario. Il MiCAR pone particolare attenzione alla prevenzione dei rischi di riciclaggio di denaro e finanziamento del terrorismo, esigendo controlli rafforzati per le transazioni che coinvolgono enti di paesi con carenze nei loro sistemi di contrasto a tali crimini.

Il Regolamento impone ai prestatori di servizi di cripto-attività di agire in modo trasparente, equo e professionale, salvaguardando gli interessi dei loro clienti. A meno che non specificato diversamente, tutti i contratti di servizio devono seguire la direttiva sui servizi finanziari a distanza. Inoltre, è imperativo che i consumatori siano informati in modo chiaro, preciso e non fuorviante sui rischi associati alle cripto-attività. Per quanto riguarda la prudenza finanziaria, il regolamento impone norme specifiche basate su un importo fisso o proporzionale alle spese generali dell'anno precedente. Inoltre, vi sono rigide regole organizzative per garantire che i dirigenti e gli amministratori siano adeguatamente qualificati e reputati, escludendo coloro che sono stati condannati per reati come riciclaggio o finanziamento del terrorismo.

3.1. OGGETTO E AMBITO DI APPLICAZIONE

L'articolo 1 del Titolo I del MiCAR, definisce l'obiettivo principale, cioè quello di stabilire dei criteri uniformi per l'offerta al pubblico e l'ammissione alla negoziazione di cripto-attività su piattaforme di negoziazione, escludendo i *token* collegati a beni reali o alla moneta elettronica concentrandosi su requisiti per i fornitori di servizi di cripto-attività, assicurando che operino in maniera trasparente e sicuro. Il Regolamento garantisce la divulgazione chiara di tutte le informazioni e un'attenta supervisione dei fornitori di servizi per garantire la protezione degli investitori e mantenere l'integrità del mercato in modo tale da prevenire pratiche come la manipolazione del mercato e l'abuso

di informazioni privilegiate, due rischi significativi in un settore altamente tecnologico e in rapida evoluzione.

Il MiCAR è progettato per affrontare e regolare un'area specifica e nuova del mercato finanziario: le cripto-attività. Questo regolamento è rivolto ad una vasta gamma di entità che operano all'interno dell'Unione Europea, coprendo sia persone fisiche che giuridiche. Si rivolge a soggetti coinvolti nell'emissione di cripto-attività, l'offerta di queste al pubblico, e la loro ammissione a piattaforme di negoziazione. I soggetti che offrono servizi connessi alle cripto-attività, come la consulenza e la gestione delle operazioni di scambio e custodia, sono compresi nel regolamento. Le normative elencate sono cruciali in modo da garantire la trasparenza delle operazioni all'interno del settore delle cripto-attività e assicurare la protezione dei consumatori.

Il regolamento, oltre a chiarire un elenco dettagliati dei soggetti a cui è rivolto, esplicita anche chi è escluso⁶⁵ dal suo ambito di applicazione. L'esclusione di alcuni soggetti sono di vitale importanza per evitare le sovrapposizioni con altre normative già esistenti che regolano settori finanziari più tradizionali. L'estromissione includono banche centrali e altre autorità monetarie, le quali non possono essere coinvolte nei servizi di cripto-attività nella maniera precisata dal regolamento ma possono intervenire nella gestione della moneta e nella politica monetaria. I curatori fallimentari, e tutti gli organi di gestione di crisi, sono esclusi dall'applicazione del regolamento a meno che non agiscano in modo da rientrare specificamente sotto gli ordinamenti del MiCAR. Le entità che operano sotto un quadro regolatorio distinto che copre le loro attività, come le istituzioni finanziarie stabilite (Banca Europea per gli Investimenti e il Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria), sono esplicitamente escluse. Queste istituzioni finanziarie sono escluse perché le loro attività non si sovrappongono in modo diretto al mondo delle cripto-attività come definito in questo contesto. Infine, il regolamento non si applica anche a quei prodotti che rientrano nelle definizioni di strumenti finanziari tradizionali, depositi bancari, fondi, prodotti assicurativi e schemi pensionistici. Gli elenchi del regolamento che esplicitano i soggetti che rientrano e quelli che non rientrano sono essenziali per mantenere una distinzione chiara tra quelli che sono i servizi finanziari tradizionali e i servizi finanziari più innovativi e specifici del settore delle cripto-attività. Ancora, la

⁶⁵ Art. 1 “Oggetto”, TITOLO I “Oggetto, ambito di applicazione e definizioni”, Regolamento (UE) 2023/1114 relativo ai mercati delle cripto-attività, maggio 2023.

distinzione elencata mira a focalizzare la prudenza regolatoria su aspetti pressoché unici delle cripto-attività, evitando complicazioni e una possibile confusione che potrebbero sorgere dalla sovrapposizioni di normative.

L'articolo 3 del Regolamento MiCA si focalizza sulle definizioni chiave relative ai mercati delle cripto-attività. Elenca delle definizioni necessarie per l'interpretazione e l'applicazione in modo uniforme del regolamento stesso all'interno dell'Unione Europea. Tra le definizioni elencate includono vari tipi di cripto-attività, come *token* collegati ad attività, *token* di moneta elettronica e *utility token*, oltre a definire cosa si intende per prestatori di servizi di cripto-attività, meccanismi di consenso e altri termini tecnici e legali rilevanti per la regolamentazione del settore⁶⁶.

3.2. CRIPTO-ATTIVITÀ DIVERSE DAI *TOKEN* COLLEGATI AD ATTIVITÀ O DAI *TOKEN* DI MONETA ELETTRONICA

Il regolamento disciplina l'offerta al pubblico e l'ammissione alla negoziazione delle cripto-attività nell'Unione Europea, stabilendo dei requisiti precisi per chi offre queste attività e chi chiede la loro ammissione sui mercati finanziari. Il testo elenca delle norme tassative sulla trasparenza e sull'informazione che devono essere rispettate prima di poterle offrire al pubblico o ammetterle alla negoziazione.

Chi offre cripto-attività al pubblico deve soddisfare diversi requisiti esplicitamente elencati:

- a) Essere una persona giuridica;
- b) Redigere e pubblicare un "*White Paper*" che descriva minuziosamente la cripto-attività;
- c) Notificare questo documento sopra citato alle autorità competenti e pubblicarlo apertamente;
- d) Assicurarsi che tutte le comunicazioni di marketing siano conformi alle normative.

⁶⁶ Regolamento MiCA: il testo del Regolamento (UE) 2023/1114 in GU UE, DB.

Se l'offerta di cripto-attività è destinata a meno di 150 persone per Stato membro, o se l'importo totale raccolto non supera 1 milione di euro in 12 mesi, allora questi requisiti non si applicano.

Similmente all'offerta al pubblico, per far sì che una cripto-attività sia ammessa alla negoziazione in un mercato finanziario, il soggetto deve essere una persona giuridica. Inoltre, deve redigere e pubblicare il "*White Paper*" contenenti tutte le informazioni rilevanti riguardanti la cripto-attività, e, infine, notificarlo e pubblicarlo. Per l'ammissione alla negoziazione bisogna rispettare determinati obblighi normativi e di trasparenza. Sono presenti alcune deroghe se la cripto-attività è già ammessa alla negoziazione su un'altra piattaforma di negoziazione dell'Unione.

Il contenuto del documento sopra citato, il *White Paper*, contiene un elenco di informazioni riguardanti l'offerente, l'emittente, il progetto, i rischi, la tecnologia sottostante, e i potenziali impatti ambientali. Inoltre, è richiesto che le informazioni siano corrette, chiare e non fuorvianti. Il documento deve contenere avvertenze esplicite sui rischi di perdita del valore della cripto-attività. L'ESMA, in collaborazione con l'ABE, sta lavorando a norme tecniche che definiscono moduli, formati e modelli standard per i *White Paper* e altri documenti regolamentari, nonché metodologie per presentare informazioni sugli impatti ambientali delle cripto-attività. In sostanza, questo regolamento è volto a proteggere gli investitori fornendo loro tutte le informazioni necessarie per prendere decisioni informate e minimizzare il rischio di frodi o di cattive pratiche nel crescente settore delle cripto-attività.

L'articolo 13 del Regolamento elenca in modo dettagliato il procedimento per eventuali modifiche del *White Paper*. Successivamente all'entrata in scena di eventuali informazioni significative o alla rivelazione di eventuali errori rilevanti che potrebbero influenzare l'interpretazione delle cripto-attività offerte, gli emittenti, coloro che richiedono l'ammissione a mercati di scambio e i gestori di piattaforme di negoziazione eseguire un aggiornamento ai loro *White Paper* e, se necessario, adeguare i materiali di *marketing*. Una volta eseguiti gli aggiornamenti bisogna segnalarli alle autorità di regolamentazione nazionali sette giorni lavorativi precedenti alla data della pubblicazione ufficiale. Se approvata, la nuova versione del documento deve essere comunicata in modo chiaro sul sito ufficiale dell'entità responsabile, esplicitando i relativi motivi che hanno condotto ad una modifica dello stesso. Dopo la notifica nazionale, le autorità hanno un

limite di cinque giorni per informare le autorità degli altri Stati membri e l'ESMA che, ricevuta la comunica, registra il documento aggiornato. Le entità responsabili devono mantenere un registro di tutte le versioni precedenti disponibili al pubblico per dieci anni, essenziale per garantire un migliore accesso alla versione più aggiornata.

I consumatori che acquistano cripto-attività diverse dai *token* collegati ad attività e dai *token* di moneta elettronica direttamente da un venditore o da un intermediario che agisce per conto del cliente hanno il diritto di recesso⁶⁷. Il diritto di recesso può essere esercitato entro quattordici giorni che iniziano a decorrere nel momento in cui l'acquirente accetta di comprare cripto-attività, senza sostenere costi aggiuntivi o fornire specifiche informazioni riguardo la sua decisione. Il diritto di recesso non è valido se le cripto-attività sono state già emesse alla negoziazione prima che dell'acquisto e dopo la data di scadenza per la vendita.

3.3. *TOKEN* COLLEGATI AD ATTIVITÀ

Un tipo di cripto-attività noto come *token* collegato ad attività utilizza un altro valore o diritto per mantenere un valore stabile, come una valuta ufficiale, un'attività finanziaria o un paniere di attività.

La distribuzione di *token* collegati ad attività è soggetta a criteri regolatori presenti nel Titolo III del MiCAR. L'articolo 16 esplicita che un soggetto può legalmente proporre un'offerta al pubblico o sollecitare l'ammissione alla negoziazione di *token* in quanto emittente di queste attività, in caso contrario è impossibilitato nell'effettuare queste operazioni. Per poter essere considerato come emittente deve essere riconosciuto come persona giuridica o impresa abilitata all'interno dell'UE dopo aver ottenuto l'approvazione dal proprio Stato membro, come previsto dall'articolo 21 della norma vigente. Il presente quadro regolatorio ha lo scopo di garantire che solamente gli emittenti effettivamente qualificati e supervisionati possano introdurre questi strumenti di investimento assicurando una maggiore protezione per gli investitori.

Sono presenti delle eccezioni a queste restrizioni che si applicano in casi specifici: quando il valore medio dei *token* che sono stati emessi non supera i cinque milioni di euro

⁶⁷ Articolo 14, “*Diritto di recesso*”, Regolamento (UE) 2023/1114.

in un periodo di dodici mesi, o se l'offerta è destinata unicamente a investitori qualificati. Nei casi sopra elencati, gli emittenti hanno l'obbligo di redigere un *White Paper* in cui sono descritte le caratteristiche del *token*, nonché sono tenuti a notificarlo all'autorità competente dello Stato membro di appartenenza.

In conformità con le normative vigenti, gli emittenti di *token* collegati ad attività rappresentati da un valore di emissione che supera i 100 milioni di euro devono presentare un report trimestrale alle autorità di competenza in cui dichiarano un il numero di detentori del *token*, il valore complessivo di *token* che sono stati emessi e le riserve di attività che li supportano. L'obbligo di redigere il *report* è previsto anche per gli emittenti di *token* con valore inferiore ai 100 milioni di euro, solo se richiesto dalle autorità. La stesura del *report* viene effettuata sotto assistenza dei fornitori di servizi di cripto-attività, assistendoli nel recepimento di informazioni rilevanti. Le informazioni inserite nel *report* sono inoltrate alla Banca Centrale Europea e con le altre autorità competenti. Inoltre, l'ABE (Autorità Bancaria Europea) ha l'incarico di sviluppare delle norme tecniche riguardo i metodi di calcolo di questi dati e definire format standard per la comunicazione in modo tale da garantire un approccio unico alla regolamentazione di questi strumenti finanziari all'interno dell'Unione Europea.

Gli emittenti di *token* collegati ad attività e i prestatori di servizi per le cripto-attività non possono offrire interessi sui *token* collegati ad attività, così come qualsiasi altra forma di remunerazione o beneficio. Quindi, è vietato non solo l'interesse in senso esplicito ma anche ogni forma di vantaggio economico indiretto che hanno lo stesso effetto finanziario dell'interesse indipendentemente se viene effettuato in modo diretto o indiretto.

Il MiCAR prevede delle regole di comportamento per gli emittenti di *token* collegati ad attività per garantire onestà, correttezza e professionalità. Gli emittenti di questi strumenti devono assicurare un trattamento imparziali a tutti i possessori di *token*. Gli emittenti hanno l'obbligo di condividere in modo regolare e trasparente relativi aggiornamenti sul numero dei *token* in circolazione e sulle riserve di attività che li sostengono. Ulteriormente, devono comunicare eventuali cambiamenti, in modo tempestivo, di valore dei *token* o delle riserve dovuti a eventi significativi.

I requisiti sopra elencati sono parte integrante di un quadro normativo più ampio con l'intento di stabilire un alto livello di trasparenza e totalità per gli emittenti di *token*

collegati ad attività. Così facendo, garantiscono la piena solidità delle operazioni, aumentando la fiducia e la sicurezza per gli investitori.

Secondo l'articolo 85 del Regolamento MiCA, un prestatore di cripto-attività viene considerato "significativo" nell'UE se supera i 15 milioni di utenti attivi mediamente durante un anno. Se si verifica ciò, il prestatore deve notificarlo alle autorità competenti entro due mesi. L'autorità, di conseguenza, notificherà l'Autorità Europea degli Strumenti Finanziari (ESMA).

3.4. *TOKEN* DI MONETA ELETTRONICA

Il titolo IV del regolamento in esame analizza il contesto regolatorio riguardante l'emissione e la negoziazione dei *token* di moneta elettronica. L'articolo 3 del MiCAR definisce i *token* di moneta elettronica come "*un tipo di cripto-attività che mira a mantenere un valore stabile facendo riferimento al valore di una valuta ufficiale*", chiarendo che per valuta ufficiale si precisa "*una valuta ufficiale di un paese che è emessa da una banca centrale o da un'altra autorità monetaria*".

La normativa stabilisce che i *token* di moneta elettronica possono essere emessi solo da emittenti autorizzati come enti creditizi o istituti di moneta elettronica; dunque, soltanto determinati soggetti sono autorizzati all'offerta al pubblico o chiedere l'ammissione alla negoziazione. Gli emittenti di *token* di moneta elettronica non possono concedere interessi o qualsiasi altra remunerazione o beneficio. Questa violazione distingue i *token* di moneta elettronica con i depositi bancari tradizionali, in quanto normalmente accumulano interessi. Non solo gli emittenti ma anche i prestatori di servizi per le cripto-attività sono soggetti a questo vincolo.

Gli emittenti di *token* di moneta elettronica, come tutti gli altri emittenti di *token*, sono obbligati alla preparazione e pubblicazione di un documento che chiarisce i termini dell'offerta in cui viene garantita massima trasparenza e accessibilità delle informazioni sia per i consumatori che per gli investitori. Successivamente, il documento deve essere notificato alle autorità competenti prima di essere pubblicato, così da assicurare la veridicità delle informazioni inserite all'interno di esso. Il *White Paper* deve contenere, non solo informazioni riguardante l'offerta, ma anche informazioni in riferimento all'emittente, al *token* e ai diritti e obblighi dei detentori. La documentazione deve

informare i lettori circa i rischi connessi alle operazioni, i probabili impatti ambientali del meccanismo di consenso utilizzato per la generazione del *token*.

Gli emittenti devono emettere i *token* al valore nominale e sono tenuti a rimborsare i detentori di *token* su richiesta, al valore nominale e senza commissioni, assicurando un trattamento equo per tutti i detentori di *token* così da solidare la fiducia nel meccanismo di moneta elettronica. Inoltre, sia il rimborso che l'emissione di *token* di moneta elettronica devono essere descritti minuziosamente all'interno del documento. In breve, bisogna inserire qualsiasi dettaglio che possa influenzare la scelta degli investitori, assicurando un'integrità nel sistema.

Questa procedura è di vitale importanza in quanto mettono in guardia l'investitore che decide di intraprendere questo tipo di operazione. Nel caso in cui l'emittente di un *token* di moneta elettronica abbia violato gli obblighi circa la redazione del *White Paper* sulle cripto-attività, inserendo informazioni non veritiere, poco chiare oppure fuorvianti, sono responsabili nei confronti del possessore del *token* per eventuale perdita subita a causa di tale violazione ⁶⁸.

Le autorità competenti hanno un ruolo cruciale nella supervisione del mercato dei *token* di moneta elettronica in quanto sono responsabili per la ricezione delle notifiche dei *White Papers* e per la comunicazione con enti regolatori più ampi (ESMA che collabora con l'ABE per lo sviluppo di nuove norme tecniche di regolamentazione). L'insieme di queste restrizioni e obblighi diretti agli emittenti di *token* e a tutti i soggetti che operano nel settore dei *token* di moneta elettronica hanno lo scopo di garantire sicurezza, trasparenza e stabilità del mercato finanziario. L'attenta supervisione delle autorità competenti cerca di proteggere gli investitori al fine di costruire un ambiente di investimento sostenibile e ben informato.

3.5. REGOLE PER PREVENIRE GLI ABUSI DI MERCATO

Il mercato delle cripto-attività comprende, come già descritto, cripto-attività riconducibili a *token* di moneta elettronica, *token* collegati ad altre attività, nonché tutte le attività che non rientrano nelle due precedenti a meno che non siano classificati come strumenti

⁶⁸ Art. 52 “Responsabilità degli emittenti di *token* di moneta elettronica per le informazioni fornite in un *White Paper* sulle cripto-attività”, Capo 1, Titolo IV, MiCAR.

finanziari, siano liberamente trasferibili a qualsiasi soggetto e che non siano *token* non fungibili. Tutte le operazioni riconducibili all'ammissione e alla negoziazione avvengono in una determinata piattaforma specificata dall'articolo 1 del MiCAR. All'interno di questa piattaforma, si individuano alcuni comportamenti legati agli abusi di mercato. Gli abusi di mercato sono delle condotte svolte da soggetti in modo tale da influenzare impropriamente l'allocatione della domanda e dell'offerta, distorcendo e manipolando la formazione dei prezzi ⁶⁹. Queste manipolazioni portano all'alterazione del corretto funzionamento del mercato. Uno dei punti chiave del MiCAR è l'implementazione di misure volte alla prevenzione di abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato delle cripto-attività, con lo scopo di assicurare un mercato solido e trasparente.

L'ordinamento dell'UE considera con molta importanza gli aspetti riguardo gli abusi di mercato. La principale differenza tra il MiCAR e il Regolamento contro gli Abusi di Mercato (RAM) consiste nell'ambito di applicazione: il Regolamento n. 596/2014 copre gli strumenti finanziari al contrario del MiCAR, in quanto si focalizza unicamente sulle cripto-attività pertinenti ai suoi fini. In realtà, classificare le cripto-attività come strumenti finanziari comporta l'applicazione delle norme del Regolamento contro gli Abusi di Mercato. Il motivo per cui sono state aggiunte norme specifiche nel Regolamento delle cripto-attività risiede nel fatto che alcune regole generali sugli abusi di mercato potrebbero risultare eccessive per gli emittenti di cripto-attività e per i fornitori di servizi, che molto spesso sono piccole e medie imprese.

Gli abusi di mercato sono solitamente collegati a comportamenti di soggetti partecipanti del mercato che abbiano la possibilità di alterarne il normale andamento, grazie all'accesso di informazioni riservate o al possesso di una certa influenza. Dato che il funzionamento del mercato dipende dal settore, l'UE ha creato leggi specifiche per la prevenzione di tali attività illecite, variando l'orientamento in base al mercato stesso. Il MiCAR stabilisce un legame tra le cripto-attività e gli strumenti finanziari tradizionali. Il Regolamento stabilisce che le cripto-attività possano essere trattate come strumenti finanziari tradizionali. Per questo motivo, si applicano le norme esistenti relative agli abusi nei mercati finanziari per regolare comportamenti nelle cripto-attività, così come spiegato dall'articolo 97 del MiCAR.

⁶⁹ M. NICOTRA, F. SARZANA, S. IPPOLITO, M. SIMBULA, "IL MICAR: Guida al Regolamento Europeo sui mercati delle cripto", G. F. LEFEBVRE, 2023.

3.5.1. ABUSI DI MERCATO DELLE CRIPTO-ATTIVITÀ

Gli abusi di mercato sono disciplinati nel titolo VI del regolamento denominato “Prevenzione dei divieti e degli abusi di mercato relativi alle cripto-attività”. La finalità del legislatore è prevenire e vietare gli abusi di mercato nel settore delle cripto-attività. Il titolo è applicabile in presenza di alcuni presupposti, come specificato nell’articolo 86 del regolamento:

- a) Presupposto personale: qualsiasi persona che offre o che acquista cripto-attività, sia su una piattaforma di negoziazione che non;
- b) Presupposto materiale: processi che dovrebbero riguardare il mercato delle cripto-attività;
- c) Presupposto territoriale: l’azione deve essere compiuta relativamente a condotte compiute nel mercato delle cripto-attività⁷⁰.

Il regolamento delle cripto-attività mette in atto delle modalità volte a prevenire gli abusi di mercato tramite l’obbligo della condivisione di informazioni privilegiate ma disciplina anche delle condotte come abusi di mercato. Le informazioni privilegiate, come dettato dall’articolo 87, si intendono informazioni precise che riguardano uno o più emittenti di cripto-attività le quali non sono state rese pubbliche e la loro divulgazione potrebbero influenzare i prezzi di tali cripto-attività. Si intendono come informazioni privilegiate anche quelle informazioni specifiche che sono state trasmesse da un cliente che riguardano ordini di cripto-attività. Quindi, devono essere rese pubbliche tutte le informazioni che potrebbero avere un impatto significativo sulle cripto-attività, che potrebbero modificare i loro prezzi, e che potrebbero essere rilevanti nelle decisioni d’investimento.

Tra gli abusi⁷¹ di mercato che riguardano il settore delle cripto-attività, vi sono:

- a) *Insider dealing*: attività di chi acquista, vende o realizza altre operazioni, in modo diretto e indiretto, per conto proprio o per conto di terzi, su cripto-attività utilizzando delle informazioni privilegiate (ad esempio, hackeraggio, Fork, etc.).

⁷⁰ Cfr. n. 67

⁷¹ A. DI GIORGIO, “*Cripto-attività: Cenni ai profili della proposta MiCA e di Market abuse*”, Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Roma, 2022.

- b) *Pump and dump*: questa operazione consiste nell'aprire posizioni lunghe su cripto-valute continuando ad acquistare e diffondere informazioni positive e ingannevoli in modo tale da ingannare il pubblico e invogliandoli all'acquisto in modo da aumentarne il prezzo. I partecipanti del mercato vengono ingannati dall'aumento del prezzo e sono Gli altri partecipanti al mercato vengono quindi ingannati dal risultante effetto sul prezzo e sono stimolati ad effettuare ulteriori acquisti. Al termine di queste operazioni il manipolatore potrà vendere le cripto-attività a prezzi maggiori.
- c) *Abusive squeeze*: pratica in cui individui con una notevole influenza sull'offerta e sulla domanda o sulla distribuzione di una cripto-attività o di un prodotto sottostante abusano della loro posizione di forza in modo da distorcere il prezzo a cui gli altri operatori del mercato sono obbligati.

La concomitanza di instabilità, volatilità, mancanza di trasparenza informativa e l'assenza di supervisione nel mercato degli asset crittografici suscita preoccupazioni che riguardano l'integrità del mercato, la manipolazione e l'uso improprio di informazioni riservate. Questi elementi possono compromettere l'efficienza del mercato e nuocere la sua reputazione⁷².

Senza nessun meccanismo di regolamentazione il rischio è che le informazioni che possano impattare sul cambiamento dei prezzi delle cripto-attività non siano accessibili a tutti i partecipanti del mercato in modo univoco e tempestivo, con la conseguente manipolazione del mercato, che porta poi a diminuire la fiducia nei confronti del mercato delle cripto-attività. Nel mercato delle cripto-attività, gli abusi di mercato possono essere commessi da chi partecipa alla gestione dell'infrastruttura DLT e da chi offre cripto-attività, come i fornitori di servizi e le piattaforme. Anche nel contesto delle criptovalute, il legislatore vede il mercato come un bene giuridico da proteggere, punendo i comportamenti che sono volti a distorcere le dinamiche tramite l'abuso di informazioni riservate e la manipolazione del mercato.

Nel caso di abuso di informazioni privilegiate viene violato il principio imposto dall'Unione Europea di *fairness*, che garantisce l'accesso al mercato di tutti i partecipanti con le stesse opportunità e condizioni. Se si permette a qualcuno di utilizzare queste informazioni privilegiate ottenute per altri motivi, si compromette la fiducia degli

⁷² FCA *Guidance on Cryptoassets Feedback and Final Guidance to CP 19/3*.

operatori nel mercato. Dall'altro lato invece, la manipolazione del mercato include azioni come l'abuso di informazioni, la diffusione di dati falsi e pratiche che modificano artificialmente il prezzo di mercato degli strumenti finanziari. Questi strumenti vengono utilizzati per creare una rappresentazione fittizia dei prezzi degli strumenti che incidono nelle scelte di investimento degli operatori presenti nel mercato. Per questo motivo, il MiCAR sanziona sia gli abusi di mercati suddividendoli in abuso di informazioni privilegiate e manipolazione di mercato.

3.5.2. SISTEMA DI PREVENZIONE, CONTROLLO E SANZIONATORIO

Le informazioni privilegiate derivano dal fatto che un soggetto ha acquisito, tramite un rapporto fiduciario che va oltre la sua intenzione di investire in crypto-attività. Seguendo questo principio, condividere questa tipologia di informazioni con gli altri partecipanti del mercato è un modo per prevenire comportamenti scorretti. Ogni qualvolta che gli emittenti di crypto-attività possiedono informazioni privilegiate sono obbligati a comunicarle agli investitori senza ritardi. Tali informazioni devono essere pubblicate sui siti *web* delle entità coinvolte e devono essere conservate per almeno cinque anni dalla loro pubblicazione. Il MiCA consente il rinvio di questo obbligo solo se la divulgazione immediata potrebbe provocare un danno agli interessi legittimi degli emittenti, fornitori o richiedenti, ma nello stesso momento il ritardo della pubblicazione delle informazioni non deve essere tale da corrompere il pubblico e tutti coloro che detengono tali informazioni devono garantirne la riservatezza⁷³. In caso di ritardo nella divulgazione di informazioni, tale ritardo, deve essere notificato all'autorità competente del rispettivo Stato membro.

Per assicurare l'applicazione di questi obblighi, l'ESMA ha l'incarico di elaborare progetti di norme tecniche in modo da garantire una comunicazione adeguata al pubblico delle informazioni privilegiate, compresa la possibilità di ritardarne la divulgazione. L'elaborazione di questi progetti deve essere presentata alla Commissione per l'approvazione come stabilito dall'art. 15 del Regolamento n. 1095/2010.

⁷³ Art. 88, " *Comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate*", paragrafo 2, lettera c, MiCAR.

Per la prevenzione e l'individuazione degli abusi di mercato il MiCAR stabilisce che chi opera professionalmente nel settore delle cripto-attività è tenuto ad implementare dispositivi, sistemi e procedure efficaci, come specificati nell'articolo 92. Questo obbligo, specificato come “*shall have in place*”, è parte integrante delle regole di *governance*⁷⁴. Tale obbligo deve essere considerato insieme a quello che richiede ai fornitori di servizi di cripto-attività di notificare alle autorità competenti qualsiasi abuso di mercato, anche tentativo, rilevato nei loro sistemi di trading. L'ESMA ha responsabilità di individuare dispositivi, sistemi e procedure necessarie elaborando progetti di norme tecniche che regolamentino l'adozione di queste misure per garantirne l'efficacia. Entro il 30 giugno 2025, l'ESMA dovrà pubblicare altri progetti volti a garantire la coerenza delle pratiche di vigilanza tra i diversi Stati membri.

Il MiCA consente lo Stato membro di scegliere liberamente tra sanzioni penali e amministrative per frenare le condotte degli abusi di mercato. Secondo l'articolo 111 del MiCAR la scelta deve essere presa entro il 30 giugno 2024 attraverso una comunicazione dettagliata da parte dello Stato membro. Se uno Stato membro scelga l'applicazione di sanzioni amministrative, deve assicurarsi che l'autorità competente abbia il potere di infliggere sanzioni che possono essere di natura comportamentale e pecuniaria. Tra le sanzioni comportamentali ci sono:

- a) Dichiarazione pubblica della persona responsabile e della natura della violazione;
- b) Ingiunzione di cessare la violazione e di astenersi alla ripetizione della stessa;
- c) Restituzione dei profitti ottenuti grazie alla violazione;
- d) Revoca e/o sospensione temporanea dell'autorizzazione di un prestatore di servizi di cripto-attività;
- e) L'interdizione temporanea di qualsiasi persona fisica ritenuta responsabile della violazione dall'esercizio di funzioni di gestione nei prestatori di servizi di cripto-attività;
- f) L'interdizione di 10 anni, in caso di ripetute violazioni, degli organi amministrativi di un prestatore di servizi di cripto-attività, in caso di violazione circa la condivisione di informazioni privilegiate;

⁷⁴ M. NICOTRA, F. SARZANA, S. IPPOLITO, M. SIMBULA, “*IL MICAR: Guida al Regolamento Europeo sui mercati delle cripto*”, G. F. LEFEBVRE, 2023.

g) Per qualsiasi persona fisica ritenuta responsabile della violazione, l'interdizione temporanea dalla negoziazione per conto proprio⁷⁵.

Per quanto concerne le violazioni pecuniarie, devono essere:

- a) Un importo massimo di un almeno un triplo dei profitti realizzati o perdite evitate grazie alla violazione dell'abuso di mercato;
- b) Importo di 1.000.000 di euro per la violazione che riguarda la non divulgazione di informazioni privilegiate e di un massimo pari a 5.000.000 di euro per aver divulgato informazioni privilegiate illecite;
- c) Un importo massimo di 1.000.000 di euro per aver effettuato operazioni di manipolazione di mercato.

Le sanzioni pecuniarie previste dal regolamento MiCA rappresentano il livello minimo a cui gli Stati membri devono imporre. Detto ciò gli Stati membri possono prevedere sanzioni di importo superiore per le violazioni elencate precedentemente, presenti nell'articolo 111 del MiCAR.

3.6. PARERI DELLA BANCA CENTRALE EUROPEA

Nel novembre del 2020, la BCE ha ricevuto richiesta di esprimere un parere riguardo la proposta del regolamento MiCA da parte del Parlamento Europeo e dal consiglio dell'UE. Dato che la proposta del regolamento riguarda la politica monetaria, i sistemi di pagamento, la vigilanza sugli enti creditizi e la stabilità dei mercati finanziari, la BCE ha competenze in materia.

La BCE accoglie positivamente la proposta di istituire un regolamento che riguarda le cripto-attività e di affrontare i diversi rischi legati alle cripto-attività e i servizi connessi. Inoltre, la Banca Centrale Europea ritiene necessaria la creazione di un regolamento esclusivo, fondamentale per evitare la divisione all'interno di un mercato unico. Nonostante ciò, richiede aggiustamenti riguardo le sue responsabilità e a quelle del SEBC. Ai sensi del regolamento, le cripto-attività, specialmente *token* collegati ad attività

⁷⁵ M. NICOTRA, F. SARZANA, S. IPPOLITO, M. SIMBULA, "IL MICAR: Guida al Regolamento Europeo sui mercati delle cripto", G. F. LEFEBVRE, 2023.

e *token* di moneta elettronica, sono considerate sostitutive della moneta poiché possono svolgere le tre funzioni tradizionali della moneta: mezzo di scambio, riserva di valore e unità di sconto⁷⁶. La proposta del MiCAR esplicita che i *token* di moneta elettronica sono destinati ad essere utilizzati come mezzo di pagamento, ugualmente alla moneta tradizionale. La BCE rileva che tali *token*, *token* di moneta elettronica e *token* collegati ad attività, possono essere utilizzati in sostituzione alla moneta tradizionale, almeno in parte. La BCE esplicita la massima distinzione tra cripto-attività e moneta di banca centrale per evitare qualsiasi confusione circa la natura giuridica e le caratteristiche delle cripto-attività emesse dalle banche centrali. Per quanto riguarda la definizione di cripto-attività, la Banca Centrale Europea ritiene che sia necessaria maggior chiarezza per distinguere in modo nitido le cripto-attività che possono essere classificate come strumenti finanziari, ai sensi della MiFID II, e quelle che rientrano nella proposta di regolamento.

Il MiCAR stabilisce il divieto del pagamento degli interessi sulle cripto-attività per esaltare la loro funzione di pagamento invece che considerarli come strumenti di investimento. Il divieto del pagamento degli interessi, secondo la BCE, potrebbe far perdere l'interesse nelle cripto-attività da parte degli investitori. Nonostante ciò, il divieto resta necessario al fine di evitare conflitti con le politiche monetarie e gli strumenti finanziari esistenti.

La BCE suggerisce di trattare *token* collegati ad attività e *token* di moneta elettronica esclusivamente come mezzi di pagamento per prevenire arbitraggio normativo e per garantire stabilità nel mercato. Inoltre, consiglia l'aggiunta di una categoria di *token* "token di pagamento" con requisiti identici ai *token* di moneta elettronica. La BCE sottolinea che le autorità competenti possono rifiutare l'autorizzazione a emittenti di *token* collegati ad attività se il loro modello costituisce una minaccia per la stabilità finanziaria. Inoltre, date le eventuali criticità, la Banca Centrale ritiene che il suo intervento non dovrebbe essere limitato ad un parere non vincolante, stessa cosa dovrebbe valere anche per le Banche Centrali degli altri Stati membri dove la moneta principale non è l'euro, permettendo loro di emettere pareri nel caso in cui i *token* possano influenzare la loro politica monetaria. Di conseguenza, propone di modificare il

⁷⁶ Parere della Banca Centrale Europea del 19/02/2021 su una proposta di regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo ai mercati delle cripto-attività e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937, in *Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea*.

regolamento per garantire che queste responsabilità siano chiaramente riconosciute e integrate nel quadro legislativo esistente. La BCE sottolinea l'importanza di includere chiaramente nei considerando e negli articoli della proposta di regolamento le competenze del SEBC e dell'Eurosistema. Inoltre, la Banca Centrale Europea e le Banche Centrali Nazionali interessate dovrebbero partecipare alla classificazione dei *token* significativi.

La BCE ha evidenziato alcuni problemi circa il sistema di vigilanza proposto per gli emittenti di *token* di moneta elettronica. La proposta prevede una vigilanza congiunta tra l'Autorità Nazionale Competente (ANC) e l'Autorità Bancaria Europea (ABE), con l'ABE responsabile di alcuni requisiti specifici e l'ANC degli altri. Riguardo ciò, la Banca Centrale ritiene che questa suddivisione potrebbe creare confusione e aumentare la complessità regolamentare. In aggiunta, appura che sia i *token* di moneta elettronica significativi sia i *token* collegati ad attività dovrebbero essere vigilati a livello europeo per un miglior coordinamento. Infine, è di necessaria importanza chiarire le diverse responsabilità per i diversi organi in modo tale da evitare interferenze nei requisiti prudenziali, assicurando un'efficace supervisione.

3.7. MiCAR: PROSPETTIVE FUTURE E ADATTEMENTI NECESSARI

Il MiCAR rappresenta una svolta per la regolamentazione delle cripto-attività nell'Unione Europea, ma la sua evoluzione e l'impatto che avrà sul mercato delle criptovalute dipenderà da vari fattori cruciali.

Una prima sfida che dovrà affrontare il MiCAR sarà sicuramente quella dei *Non Fungible Token*. La scelta di non includere le cripto-attività che sono uniche e non fungibili può essere spiegata dall'assenza del requisito di intercambiabilità il cui rende difficile valutarne il valore effettuando un confronto con un'attività già presente sul mercato. Il regolamento in questione lascia margini di interpretazione riguardo l'inclusione degli NFT nella sua disciplina, creando così un'area di incertezza che non dovrebbe essere mantenuta in un contesto sperimentale come quello appena descritto, mirato anche alla creazione di un nuovo mercato europeo per le cripto-attività.

Il settore della finanza decentralizzata (DeFi) viene frequentemente indicato come possibile soggetto di futura regolamentazione da parte del legislatore europeo, rappresentando forse la sfida normativa più significativa per il MiCAR. L'attuale quadro normativo, derivato dai mercati finanziari "tradizionali", si fonda sull'identificazione di specifici attori ai quali applicare norme di condotta e requisiti operativi. Tuttavia, la DeFi sconvolge questo schema poiché nei sistemi di finanza decentralizzata non esiste un'entità che gestisce i meccanismi alla base: i sistemi DeFi si basano principalmente su automatismi resi possibili dagli *smart contract*, che operano grazie alle informazioni raccolte sulla *blockchain* e sul sistema stesso. Attualmente, esistono piattaforme di negoziazione completamente decentralizzate che automatizzano gli scambi e determinano i prezzi delle cripto-attività in tempo reale in base alle transazioni effettuate, senza la presenza di un gestore della piattaforma. Questa potrebbe essere una delle più grandi sfide che il legislatore europeo dovrà affrontare.

Il successo del Regolamento MiCA dipenderà in larga misura da vari fattori:

- a) Dipenderà dal comportamento delle istituzioni finanziarie esistenti. Fino ad ora, molte di esse hanno osservato il settore delle criptovalute senza intervenire, principalmente a causa dell'incertezza normativa. Tuttavia, con l'introduzione del MiCAR, potrebbero essere spinti a partecipare attivamente, poiché il nuovo quadro normativo offre chiarezza e opportunità. Le istituzioni tradizionali possono svolgere un ruolo significativo nel promuovere l'adozione del nuovo mercato, poiché possiedono l'esperienza e le competenze necessarie per operare secondo le regole stabilite, ora adattate anche al settore delle criptovalute.
- b) la stabilità normativa potrebbe attrarre gli investitori verso il nuovo mercato delle cripto-attività, offrendo loro una maggiore sicurezza rispetto all'attuale scenario. Tuttavia, se il mercato europeo non riuscirà a competere a livello globale, c'è il rischio che gli investitori preferiscano cercare opportunità altrove, specialmente considerando la natura spesso speculativa degli investimenti in criptovalute.

Il futuro del Regolamento potrebbe essere influenzato dalle dinamiche del mercato delle cripto-attività e dall'evoluzione delle normative finanziarie internazionali. È di fondamentale importanza che il regolamento riesca a bilanciare efficacemente la

protezione degli investitori e la promozione dell'innovazione, evitando al contempo di soffocare l'industria con eccessiva burocrazia. Inoltre, il MiCAR dovrà essere adattabile alle continue evoluzioni del panorama delle criptovalute e delle tecnologie finanziarie, per rimanere rilevante nel lungo periodo.

Il *Markets in Crypto-Assets Regulation* rappresenta il faro che guida il futuro finanziario delle cripto-attività, trasformando l'incertezza in fiducia e aprendo le porte ad un nuovo e sicuro paesaggio per gli investitori e gli operatori del settore finanziario.

CONCLUSIONE

Alla luce dell'analisi condotta nella presenti tesi, emerge chiaramente come il settore finanziario stia attraversando una fase di trasformazione senza precedenti, guidata dall'innovazione tecnologica. La convergenza tra finanza e tecnologia, rappresentata dal fenomeno del FinTech, ha rivoluzionato il modo in cui i servizi vengono offerti e usufruiti dai clienti. Questo cambiamento, pur presentando sfide significative, offre opportunità ineguagliabili per migliorare l'efficienza, ridurre i costi e aumentare l'accessibilità ai servizi finanziari.

Questa tesi ha esplorato approfonditamente tre aree principali del settore finanziario: i servizi e le attività di investimento tradizionali, l'innovazione FinTech e la regolamentazione delle cripto-attività. Ogni capitolo ha contribuito a delineare un quadro completo delle trasformazioni in atto, mettendo in evidenza le opportunità e le sfide che emergono dall'integrazione della tecnologia nella finanza.

Nel primo capitolo, si sono analizzati i servizi e le attività di investimento, come definiti nel Testo Unico della Finanza (TUF). Un elemento cruciale emerso è il ruolo fondamentale svolto dagli intermediari finanziari. Questi soggetti, che includono banche, società di intermediazione mobiliare (SIM), agenti di cambio e altri intermediari autorizzati, sono essenziali per garantire l'efficienza e la trasparenza del mercato finanziario. Gli intermediari agiscono come facilitatori tra gli investitori e i mercati, eseguendo ordini, fornendo consulenza, gestendo portafogli e negoziando per conto proprio. La direttiva MiFID e la sua evoluzione MiFID II hanno stabilito regole rigorose per l'operatività degli intermediari, imponendo standard elevati di condotta, trasparenza e protezione degli investitori. Queste normative assicurano che gli intermediari operino con diligenza, correttezza e trasparenza, contribuendo a mantenere la fiducia nel sistema finanziario.

Con l'avvento delle tecnologie FinTech, molte delle funzioni tradizionalmente svolte dagli intermediari possono ora essere automatizzate. I *robo-advisor*, ad esempio, offrono consulenza finanziaria personalizzata utilizzando algoritmi avanzati, mentre le piattaforme *peer-to-peer lending* permettono ai prestatori e ai richiedenti di fondi di interagire direttamente, eliminando la necessità di intermediari tradizionali. La tecnologia

blockchain, inoltre, consente la registrazione e la verifica delle transazioni in maniera decentralizzata e sicura, riducendo ulteriormente il ruolo degli intermediari.

Alla luce di queste considerazioni, possiamo concludere che l'evoluzione tecnologica sta portando verso un futuro in cui la figura dell'intermediario tradizionale potrebbe non essere più necessaria nelle operazioni finanziarie. I sistemi automatizzati e le piattaforme digitali avanzate offrono infatti soluzioni più efficienti e convenienti, rispondendo alle esigenze di un mercato sempre più orientato verso l'innovazione e la digitalizzazione. La capacità di queste tecnologie di operare in modo indipendente, riducendo i costi e aumentando la trasparenza, rappresenta un passo significativo verso la disintermediazione del settore finanziario.

In questo contesto, la sfida principale sarà garantire che queste nuove tecnologie continuino ad operare in modo sicuro e regolamentato, proteggendo gli investitori e mantenendo la fiducia nel sistema finanziario globale. Tuttavia, è evidente che l'era degli intermediari finanziaria stia giungendo al termine, sostituita da un nuovo paradigma finanziario dominato dall'automazione e dall'innovazione tecnologica.

Considerando l'approfondita analisi condotta, emerge con chiarezza che il Regolamento MiCA rappresenta una risposta tempestiva e adeguata alle sfide poste dalla rapida evoluzione delle cripto-attività. Questo quadro normativo, progettato per armonizzare le regole all'interno dell'Unione Europea, non solo garantirà una maggiore trasparenza e sicurezza nel mercato delle cripto-attività, ma stabilirà anche un ambiente favorevole per l'innovazione e la crescita sostenibile. Il Regolamento si distingue per la sua capacità di bilanciare rigorose misure di protezione degli investitori con la flessibilità necessaria per adattarsi ai rapidi cambiamenti tecnologici. Questo approccio ibrido è esattamente ciò di cui il mercato delle cripto-attività ha bisogno per prosperare in modo sicuro e responsabile, riducendo le incertezze legali e promuovendo la fiducia tra gli operatori del mercato e gli investitori.

Nonostante ciò, è fondamentale riconoscere che il Regolamento in esame dovrà essere costantemente aggiornato per tenere il passo con le continue innovazioni e modifiche nel settore delle cripto-attività. Solo attraverso una revisione periodica e l'adattamento delle

normative sarà possibile garantire che il MiCAR rimanga efficace e rilevante in un ambiente finanziario in rapida evoluzione.

Il MiCAR è destinato a diventare il pilastro di una nuova era di fiducia e crescita nel mondo delle tecnologie finanziarie digitali, purché rimanga flessibile e aggiornato per affrontare le sfide future.

BIBLIOGRAFIA

Ansideri, G. "*Lener & Partners, CASPs: procedura autorizzativa e requisiti prudenziali nel MiCAR.*" DB, 2023.

Bonante, G., and M. Gallicchio. "*MiFID II e MiFIR: recenti sviluppi*" , 2014.

Capriglione, F. "*L'ordinamento finanziario italiano*", CEDAM, 2010.

Cardillo, S., A. Ilari, S. Magri, G. Meucci, M. Moscatelli, e D. Ruzzi, "*Le piattaforme Fintech di prestito e di raccolta di finanziamenti nel mondo e in Italia*", in Banca d'Italia, 2022.

Carmigliani, M., "*Decreto Fintech: novità e semplificazioni per gli strumenti finanziari digitali*", Network Digital 360, 2023.

Cipriani, L., "*Brevi note in tema di marketplace lending alla luce del nuovo regolamento europeo in materia di crowdfunding*", Vol. 9-Num. 2, 2020.

Costantino, F.S., "*L'attuazione della direttiva MiFID in Italia: note minime sulla trasparenza e sulla correttezza dei comportamenti delle imprese di investimento nella normativa secondaria*", 2008.

De Iuliis, C.M., "*Principi di diritto del mercato finanziario, Breve introduzione ai servizi e alle attività di investimento*", Utet Giuridica, 2009.

De Luca, R., e N. Lucido, "*Il peer to peer lending: aspetti operativi e opportunità per aziende e investitori*", Fondazione Nazionale dei Commercialisti, 2019.

Di Giorgio, A., "*Cripto-attività: cenni ai profili della proposta MiCA e di Market abuse*", Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Roma, 2022.

Franza, E., “*Mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione, internalizzatori sistematici ed il direct market access. Criticità emerse in applicazione MiFID I e prospettive nella MiFID II*”, Comunicazione n. DIN/9003258, 14-01-2009, in Consob.

Kokorin, I., “*The anatomy of crypto failures and investor protection under MiCAR*”, Hazelhoff Research Paper Series No. 15, 2023.

Lener, R. “*Fintech: Diritto, Tecnologia e Finanza*”, E. Minerva Bancaria, 2018.

Nicotra, M., F. Sarzana, S. Ippolito, and M. Simbula, “*Il MiCAR: Guida al Regolamento Europeo sui mercati delle cripto*”, Giuffrè Francis Lefebvre, 2023.

Paracampo, M., “*Fintech, Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*”, G. Giappichelli, 2021.

Piattelli, U., “*La regolamentazione del Fintech: dai nuovi sistemi di pagamento all'intelligenza artificiale: aggiornato al D.L. 17 marzo 2023 c.d. Decreto Fintech*”, Giappichelli, 2023.

Risi, M. “*What is Buy Now Pay Later (BNPL), eCommerce B2c, Innovative Payments*”, 2023.

Rodeck, D., “*What is blockchain?*”, Forbes Advisor, 2023.

Williamson, M., *Forbes Advisor*, 2023.

SITOGRAFIA

Banca Centrale Europea, “Euro digitale, 2024”, European Central Bank, *A stockage on the digital euro, Summary report on the investigation phase and outlook on the next phase*, 18 ottobre 2023.

https://www.ecb.europa.eu/euro/digital_euro/html/index.it.html

Banca d’Italia, “*Vigilanza sul sistema bancario e finanziario, Autorizzazioni all’accesso al mercato bancario e finanziario*”.

<https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/accesso-mercato/index.html?dotcache=refresh>

Banca d’Italia, “*Sandbox regolamentare*”.

<https://www.bancaditalia.it/focus/sandbox/>

Borsa Italiana, FTA Online News, Milano, 2022.

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/p2plending-224.htm>

Consob, *Autorità italiana per la vigilanza dei mercati finanziari*.

<https://www.consob.it/>

Consob, *Quaderno Fintech, La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*, 2019.

https://www.consob.it/documents/1912911/1933915/FinTech_3.pdf/9fdc6627-abbe-92d3-041c-51e0d51bc2ed

European Union Law, EUR-Lex, Access to European Law.

<https://eur-lex.europa.eu/homepage.html>

European Union Law, “Direttiva 2004/39/CE, articolo 5 , Capo I “Condizioni e procedure per l’autorizzazione”, Titolo II “ Condizioni per l’autorizzazione e l’esercizio delle attività applicabili alle imprese di investimento”.

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX:32004L0039>

European Union Law, “Comunicazione della Commissione, dell’11 maggio 1999, ‘Attuazione del quadro d’azione per i servizi finanziari: Piano d’azione”.

<https://eur-lex.europa.eu/IT/legal-content/summary/financial-services-action-plan-fsap.html>

European Union Law, “Regolamento (UE) 2023/1113 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 31 maggio 2023, riguardante i dati informativi che accompagnano i trasferimenti di fondi e determinate cripto-attività e che modifica la direttiva (UE) 2015/849”.

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A32023R1113>

European Union Law, “Regolamento (UE) 2022/2554 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2022 relativo alla resilienza operativa digitale per il settore finanziario che modifica i regolamenti (CE) n. 1060/2009, (UE) n. 648/2012, (UE) n. 909/2014 e (UE) 2016/1011”.

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A32022R2554>

European Union Law, “Art. 1 ‘Oggetto’, TITOLO I ‘Oggetto, ambito di applicazione e definizioni’, Regolamento (UE) 2023/1114 relativo ai mercati delle cripto-attività, maggio 2023”.

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=celex%3A32023R1114>

FCA *Guidance on Cryptoassets, Feedback and Final Guidance* to CP 19/3.

<https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps19-22.pdf>

Fintech, Banche e mercati finanziari, Parlamento Italiano, 2024.

https://temi.camera.it/leg19/temi/19_fintech.html

IMPREBANCA, *Execution e transmission policy*.

<https://www.imprebanca.it/site/home/mifid/documento7005744.html>

KPMG, *Analisi semestrale dei trend e degli investimenti nel settore Fintech a livello globale, H2 2023*.

<https://kpmg.com/it/it/home/insights/2024/02/analisi-semestrale-dei-trend-e-degli-investimenti-nel-settore-fi.html>

KPMG, *Pulse of Fintech, H2 2023*.

<https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/xx/pdf/2024/02/pulse-of-fintech-h2-2023.pdf>

McKinsey & Company, *“Fintechs: A new paradigm of growth”*, Report October 24, 2023.

<https://www.mckinsey.com/industries/financial-services/our-insights/fintechs-a-new-paradigm-of-growth>

PwC, *Osservatorio Fintech, 2023*.

<https://www.pwc.com/it/it/industries/fintech.html>

Osservatorio Fintech & Insurtech del Politecnico di Milano, 2023.

<https://www.osservatori.net/it/ricerche/osservatori-attivi/fintech-insurtech>

Parlamento Italiano, “Regolamento (UE) 2023/1113 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 31 maggio 2023, riguardante i dati informativi che accompagnano i trasferimenti di fondi e determinate cripto-attività e che modifica la direttiva (UE) 2015/849”.

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A32023R1113>

Parlamento Italiano, “Regolamento (UE) 2022/2554 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2022 relativo alla resilienza operativa digitale per il settore

finanziario che modifica i regolamenti (CE) n. 1060/2009, (UE) n. 648/2012, (UE) n. 600/2014, (UE) n. 909/2014 e (UE) 2016/1011."

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A32022R2554>

Parere della Banca Centrale Europea del 19/02/2021 su una proposta di regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo ai mercati delle cripto-attività e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937. Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea.

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A52021AB0004>

Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria. Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, in Consob.

https://www.consob.it/documents/1912911/1962639/dlgs58_1998.pdf/72a502a7-c9ed-a632-81b2-0434d82ae0aa